

**OPCJA
JAKO INSTRUMENT FINANSOWY
RYNKU KAPITAŁOWEGO
ANALIZA CYWILNOPRAWNA**

Andrzej Jakubiec

**OPCJA
JAKO INSTRUMENT FINANSOWY
RYNKU KAPITAŁOWEGO
ANALIZA CYWILNOPRAWNA**

Łódź 2014

Andrzej Jakubiec – doktor nauk prawnych
Katedra Prawa Gospodarczego i Handlowego
Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Łódzkiego

PROMOTOR

prof. UŁ dr hab. Aleksander Kappes

RECENZENCI

*prof. dr hab. Wojciech Katner;
prof. dr hab. Tomasz Siemiątkowski*

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

ul. Krowoderska 58/18
31-158 Kraków
www.agentpr.pl

© Copyright by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2014

Publikacja współfinansowana ze środków Unii Europejskiej
w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego

Projekt „Kształcenie kadr dla potrzeb rynku flexicurity i gospodarki opartej na wiedzy
– oferta kierunków nauk humanistyczno-społecznych UŁ”
współfinansowany ze środków Unii Europejskiej
w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego

Wydane przez Wydział Prawa i Administracji
Uniwersytetu Łódzkiego
ul. Kopcińskiego 8/12
90-232 Łódź
Wydanie I.

ISBN 978-83-64462-12-2

Druk i oprawa: AGENT PR

SPIIS TREŚCI

Wykaz skrótów	9
Wstęp	11
Rozdział I Pojęcie i zakres rynku kapitałowego	19
1. Rynek finansowy jako tło dla rynku kapitałowego	19
1.1. Pojęcie rynku finansowego	19
1.2. Funkcje rynku finansowego	23
1.3. Rynek pieniężny i rynek kapitałowy	24
1.3.1. Pojęcie rynku pieniężnego	24
1.3.2. Pojęcie rynku kapitałowego	27
1.3.2.1. Rynek kapitałowy w prawie europejskim	29
1.3.2.2. Rynek kapitałowy w prawie polskim	38
1.3.2.2.1. Rynek instrumentów finansowych	38
1.3.2.2.2. Rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i instytucje wspólnego inwestowania	44
1.3.2.2.3. Rynek towarów giełdowych	45
1.4. Podstawowy cel regulacji rynku kapitałowego	46
1.5. Podsumowanie	48
Rozdział II Infrastruktura polskiego rynku kapitałowego	51
1. Instytucje polskiego rynku kapitałowego	51
1.1. Nadzór	51
1.2. Giełda	57
1.2.1. Historia giełdy	57
1.2.2. Giełda w prawie polskim	59
1.2.3. Towarowa Giełda Energii S.A.	62
1.3. Izba rozliczeniowa	63
1.3.1. Geneza Izby Rozliczeniowej	63
1.3.2. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.	65
1.3.3. Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych S.A.	69
2. Firmy inwestycyjne	70
3. Struktura polskiego rynku kapitałowego	72
3.1. Rynek instrumentów finansowych	73
3.2. Rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólne- go inwestowania	76
3.3. Rynek towarów giełdowych	76
4. Podsumowanie	81

Rozdział III Geneza i pojęcie instrumentu finansowego	83
1. Ogólne pojęcie instrumentu finansowego	83
2. Cel wprowadzenia do prawa rynku kapitałowego pojęcia instrumentu finansowego	86
3. Ewolucja pojęcia instrumentu finansowego na gruncie prawa polskiego	94
3.1. Etap papierów wartościowych	94
3.2. Wprowadzenie pojęcia instrumentu finansowego do p.o.p.w.	97
3.3. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi przed implementacją dyrektywy MIFID	97
3.4. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi po implementacji dyrektywy MIFID	98
4. Regulacja instrumentów finansowych w innych aktach prawnych	99
4.1. Instrumenty finansowe w ustawie o rachunkowości	99
4.2. Ustawa o niektórych zabezpieczeniach finansowych	102
4.3. Inne ustawy	102
5. Pojęcia konkurencyjne wobec instrumentu finansowego	103
5.1. Uwagi ogólne	103
5.2. Papier wartościowy jako pojęcie alternatywne dla instrumentu finansowego	104
5.3. Waler giełdowy jako pojęcie alternatywne dla instrumentu finansowego	106
5.4. Securities jako pojęcie alternatywne dla instrumentu finansowego	108
6. Klasyfikacja instrumentów finansowych w miejsce ich kwalifikacji	112
7. Pojęcie instrumentów pochodnych	114
8. Podsumowanie	119
 Rozdział IV Geneza, znaczenie gospodarcze i rodzaje opcji	 121
1. Geneza i znaczenie gospodarcze opcji	121
1.1. Opcja w antycznym prawie greckim	125
1.2. Opcje w krajach systemu common law	127
1.3. Opcja w prawie francuskim	129
2. Rodzaje opcji	131
2.1. Uwagi ogólne	131
2.2. Przynależność do papierów wartościowych jako podstawowe kryterium podziału opcji na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi	 132
2.2.1. Pojęcie dematerializacji	132
2.2.2. Papier wartościowy a dematerializacja – prezentacja piśmiennictwa	134
2.2.3. Papier wartościowy a dematerializacja – próba syntezy poglądów autora	143
2.2.4. Przynależność do papierów wartościowych jako kryterium podziału instru- mentów finansowych	 148
2.3. Inne podziały opcji	150
2.4. Opcje „egzotyczne”	152
2.4.1. Uwagi ogólne	152
2.4.2. Opcje uwarunkowane	153
2.4.2.1. Opcje barierowe	153
2.4.2.2. Opcje „wsteczne”	156
2.4.3. Opcje „korelacyjne”	156
3. Podsumowanie	157
 Rozdział V Zawarcie umowy opcji	 159
1. Uwagi ogólne	159

2. Umowa ramowa	161
2.1. Umowa o oferowanie instrumentów finansowych	161
2.2. Umowa o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych	163
3. Strony umowy opcji	164
3.1. Firma inwestycyjna	164
3.2. Klient firmy inwestycyjnej	167
4. Procedura zawarcia umowy opcji	170
4.1. Uwagi wprowadzające	170
4.2. Zawarcie umowy opcji w wyniku przyjęcia oferty	171
4.3. Zawarcie umowy opcji w wyniku negocjacji	174
4.4. Zawarcie umowy opcji w wyniku przetargu i aukcji	176
4.5. Skutki naruszenia sposobu kontraktowania przewidzianego w umowie ramowej	177
4.5.1. Skutki złożenia oświadczeń woli w formie innej od przewidzianej	178
4.5.2. Skutki innych naruszeń sposobu kontraktowania	179
5. Przedkontraktowe obowiązki informacyjne firmy inwestycyjnej i skutki ich naruszenia	181
5.1. Uwagi ogólne o przedkontraktowych obowiązkach informacyjnych firmy inwestycyjnej	181
5.2. Skutki naruszenia przedkontraktowych obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych	193
5.3. Nieważność umowy jako następstwo naruszenia obowiązków informacyjnych	195
5.4. Roszczenia klienta firmy inwestycyjnej w związku z nieważnością umowy opcji	199
6. Forma umowy opcji	200
7. Zależność umowy opcji od ważności umowy i skuteczności umowy ramowej	204
8. Podsumowanie	208
 Rozdział VI Treść umowy opcji	 211
1. Umowa opcji jako umowa nienazwana	211
2. Uwagi ogólne na temat essentialia contractus umowy opcji	213
3. Essentialia contractus umowy opcji - uwagi szczegółowe	216
3.1. Określenie instrumentu bazowego	216
3.2. Termin opcyjny	218
3.3. Sposób wykonania prawa opcyjnego	224
3.4. Premia opcyjna	229
4. Elementy podmiotowo istotne umowy opcji	238
4.1. Uwagi ogólne	238
4.2. Najczęściej występujące postanowienia podmiotowo istotne w umowie opcji	239
5. Przedmiotowo nieistotne elementy umowy opcji	240
6. Podsumowanie	242
 Rozdział VII Charakter prawny umowy opcji	 245
1. Uwagi wstępne	245
2. Charakter prawny umowy opcji w ujęciu tradycyjnym	247
2.1. Opcja jako umowa odpłatna	247
2.2. Umowa opcji jako umowa wzajemna	251
3. Charakter prawny umowy opcji z punktu widzenia prawa rynku kapitałowego	253
3.1. Opcja, jako umowa odpłatna	254

3.2. Opcja jako umowa wzajemna	256
3.3. Opcja jako umowa dwustronnie zobowiązująca	260
3.4. Opcja jako umowa kauzalna	261
3.5. Opcja jako umowa konsensualna	263
4. Podsumowanie	264
Rozdział VIII Umowa opcji a inne instytucje prawa cywilnego	267
1. Umowa opcji jako umowa przedwstępna	267
1.1. Podstawowe informacje o umowie przedwstępnej	267
1.2. Opcja a umowa przedwstępna	269
1.3. Krytyka uznania opcji za umowę przedwstępną	271
2. Krytyka uznania opcji za umowę przedwstępną	275
2.1. Podstawowe informacje o ofercie w prawie polskim	275
2.2. Umowa opcji, a oferta	276
2.3. Krytyka ujęcia umowy opcji jako oferty	277
3. Opcja jako umowa warunkowa	279
3.1. Pojęcie warunku i umowy warunkowej	279
3.2. Opcja jako umowa warunkowa	280
3.3. Krytyka kwalifikacji opcji jako umowy warunkowej	282
4. Podsumowanie	286
Rozdział IX Problem losowego charakteru umowy opcji	289
1. Losowy charakter umów	289
2. Proces i konsekwencje przypisania umowie opcji charakteru losowego	292
3. Niepewność w poszczególnych elementach stosunku opcyjnego	296
4. Losowość w aspekcie opcji na rynkach kapitałowych i poza nimi	301
5. Charakter spekulacyjny umowy opcji	302
6. Podsumowanie	305
Bibliografia	307
Wykaz literatury	307
Wykaz orzecznictwa	315
Wykaz aktów prawnych	316
Ustawy	316
Akty prawa europejskiego	317
Inne akty prawne	319

WYKAZ SKRÓTÓW

Wykaz skrótów najczęściej przywoływanych aktów prawnych

BGB	– Bürgerlich Gesetzbuch
k.c.	– kodeks cywilny
k.p.c.	– kodeks postępowania cywilnego
k.s.h.	– kodeks spółek handlowych
<i>MIFID</i>	– dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych
p.o.p.w.	– prawo o obrocie papierami wartościowymi
p.p.o.p.w.	– prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi
u.g.t.	– ustawa o giełdach towarowych
u.n.r.f.	– ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym
u.n.r.k.	– ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym
u.o.i.f.	– ustawa o obrocie instrumentami finansowymi
u.o.p.	– ustawa o ofercie publicznej

Wykaz najczęściej używanych skrótów nazw czasopism i serii wydawniczych

CPE	– Czasopismo Prawnicze i Ekonomiczne
FP	– Forum Prawnicze
KPP	– Kwartalnik Prawa Prywatnego
MoPod	– Monitor Podatkowy
NRK	– Nasz Rynek Kapitałowy
PB	– Prawo Bankowe
PiP	– Państwo i Prawo

PPH	– Przegląd Prawa Handlowego
PPW	– Prawo Papierów Wartościowych
PS	– Prawo Spółek
PUG	– Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
RPEiS	– Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny
SC	– Studia Cywilistyczne
SP	– Studia Prawnicze
SPC	– System Prawa Cywilnego
SPP	– System Prawa Prywatnego

WSTĘP

Cywilnoprawny charakter umowy opcji jest zagadnieniem bardzo ciekawym, trudnym i kontrowersyjnym zarazem. Cechy te przybierają na znaczeniu, gdy mowa o opcji będącej instrumentem finansowym rynku kapitałowego. Nie bez znaczenia jest fakt, że opcje od wieków zyskują na popularności w chwilach przyspieszonego rozwoju gospodarczego, a następnie odchodzą na jakiś czas w zapomnienie niemal po każdym kryzysie. W starszej literaturze prawniczej dominowało, jak się zdaje stanowisko, że wystarczy uznać opcje za narzędzie „spekulacji”, co zwalniać ma z celowości ich badania. Jest to moim zdaniem przyczyną niewystarczającego do tej pory zainteresowania tą konstrukcją przez naukę prawa, która do pochodnych instrumentów finansowych podchodziła dotychczas stosunkowo ostrożnie i bez należytego zainteresowania. Ze zgoła odmienną sytuacją mamy do czynienia na gruncie nauk ekonomicznych, które dawno już zbadały mechanizm opcji i w pełni doceniają jego przydatność. Istnieje wobec tego znaczny dysonans, w którym obiektywnie istniejące zjawisko cechujące się istotną doniosłością gospodarczą jest przedmiotem zainteresowania nauk ekonomicznych, a z prawnego punktu widzenia pozostaje ciągle niewystarczająco zbadane. Istnieją oczywiście bardzo wartościowe opracowania tematu, ale wydaje się, że lawina spraw związanych z tzw. aferą toksycznych opcji walutowych i ukształtowane na ich gruncie orzecznictwo pozwalają zweryfikować część wcześniej wyrażonych poglądów oraz rodzą nowe, zasadnicze nieraz pytania.

Tytuł opracowania wskazuje oczywiście pole badań, jednak już samo jego wyodrębnienie jest naukowym wyzwaniem. Analiza cywilnoprawna opcji będącej instrumentem finansowym rynku kapitałowego wymaga bowiem uprzedniego uchwycenia co najmniej dwóch pojęć, które na gruncie prawa polskiego nie zostały jeszcze poddane wystarczającej refleksji. Mowa o rynku kapitałowym oraz instrumencie finansowym. Uznałem, że dopiero nakreślenie precyzyjnych ram rynku kapitałowego oraz uchwycenie znaczenia pojęcia instrumentów finansowych, które są przedmiotem obrotu na tym rynku, pozwoli poddać rzetelnej analizie jeden z tych instrumentów, jakim jest opcja. Co ciekawe, rynek kapitałowy

stosunkowo jasno zdefiniowany w naukach finansowych, z prawnego punktu widzenia jest ciągle pewną niewiadomą, tak co do jego granic, jak i wewnętrznych regulacji. To samo dotyczy pojęcia instrumentu finansowego, które zapożyczone jest z prawa europejskiego. Jego regulacje rodzą wciąż więcej pytań, niż odpowiedzi. Z kolei sposób implementacji prawa europejskiego do polskiego porządku prawnego spowodował, że mimo obszernej definicji instrumentów finansowych w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi odpowiedź na pytanie, czym one są i jaka jest ich natura, jest bardzo trudna, jeśli nie niemożliwa.

W badaniach nad opcjami z punktu widzenia prawa cywilnego posługiwałem się głównie metodą prawnodogmatyczną korzystając z wykładni językowej, systemowej i celowościowej przepisów wielu aktów prawnych. Wobec tego, że umowa opcji jest umową nienazwaną konieczne było również w pewnych fragmentach użycie metody empirycznej. Metoda prawnoporównawcza posłużyła mi głównie do badania pojęcia instrumentu finansowego przez jego zestawienie z *securities*. Korzystałem, gdy było to potrzebne, z dorobku orzecznictwa, głównie niemieckiego i amerykańskiego. Niezbędnej analizie poddałem również regulacje prawa europejskiego tak w zakresie ram rynku kapitałowego, jak i pojęcia instrumentu finansowego. Zrezygnowałem z posłużenia się metodą porównawczą w szerszym zakresie, bowiem badania nad naturą prawną umowy opcji wymagały osadzenia w prawie polskim, a przyjęte ramy objętościowe opracowania skutkowały tym, że osobna część prawnoporównawcza musiałaby być zbyt powierzchowna. Metoda historyczna znalazła ograniczone zastosowanie głównie, choć nie tylko przy badaniu regulacji prawa polskiego. Przyniosła również ciekawe wnioski na gruncie wybranych elementów porządku prawnego innych państw oraz w szczególności prawa europejskiego.

Z zakresu badań wyłączyłem opcje będące papierami wartościowymi w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Wybór ten dokonany świadomie i nie bez pewnego żalu podyktowany został głównie przez przyjęte ramy objętościowe opracowania. Problematyka opcji będących papierami wartościowymi, w szczególności ich powstania oraz zasad obrotu, jakim są poddane, wymagałaby bowiem osobnej monografii. Starłem się jednak dokonać szczegółowej analizy kryteriów rozróżnienia między tymi dwiema grupami instrumentów finansowych. W szczególności poddałem w wątpliwość zasadność posługiwania się przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi pojęciem papieru wartościowego.

Ograniczając pole badań do umów opcji, które nie są papierami wartościowymi, wyszedłem z założenia, że najpierw należy gruntownie zbadać ich cywilnoprawną naturę, a dopiero potem zastanawiać się nad bardzo specyficzną i poddaną odrębnym rygorom prawnym odmianę opcji, jaką są opcje uznane przez ustawę

za papiery wartościowe. Jest to o tyle uzasadnione, że wbrew pozorom regulacja prawna obrotu na rynku regulowanym jest dość szczegółowo opisana w ustawie, a brak niemal prawie przepisów odnoszących się do opcji, które papierami wartościowymi nie są. Nie zajmowałem się również tymi opcjami, które występują na rynku zorganizowanym, mimo że nie są papierami wartościowymi. Całą uwagę poświęciłem tym instrumentom, które występują na rynku kapitałowym, ale w jego niezorganizowanej części. Tytuł niniejszego opracowania z uwzględnieniem ww. wyłączeń i zastrzeżeń winien więc teoretycznie brzmieć *Opcja jako niebędący papierem wartościowym instrument finansowy rynku kapitałowego występujący poza rynkiem zorganizowanym. Analiza cywilnoprawna*. Takiego tytułu niestety nie dałoby się powtórzyć. Dlatego też zdecydowałem się na tytuł szerszy pod kątem zakresowym, ale zwyczajnie krótszy. Również z przyczyn konstrukcyjnych i objętościowych poza przedmiotem pracy pozostawiłem regulacje prawa bankowego, które w praktyce w pewnych konfiguracjach podmiotowych i przedmiotowych mogą wpłynąć na przyjęcie odmiennych wniosków, niż zaprezentowane w niniejszej pracy.

Praca składa się z dziewięciu rozdziałów. W pierwszym rozdziale zająłem się pojęciem rynku kapitałowego. Dokonałem tego na tle pojęcia rynku finansowego, który jest znacznie szerszy. Wyszedłem od przedstawienia badanego pojęcia w naukach ekonomicznych i finansowych, po czym skupiłem się na regulacjach prawnych. W pierwszej kolejności przedstawiona została jego ewolucja na gruncie prawa europejskiego, co jest uzasadnione z dwóch względów. Po pierwsze, prawo europejskie jest w tym zakresie w dużej mierze pod wpływem systemu *common law*, jako właściwego na przodujących rozwiązań ekonomicznych i finansowych. Po drugie, nadaje ono obecnie ton również polskim regulacjom, które powinny być z nim zgodne. Wykonana w ten sposób praca badawcza skłoniła do wniosku, że rynek kapitałowy jest pojęciem szerszym od rynku zorganizowanego, a niektóre przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi mają również zastosowanie do obrotu poza rynkiem zorganizowanym.

W drugim rozdziale starałem się przedstawić polski rynek kapitałowy pod względem instytucjonalnym (to jest podmiotów, które go tworzą). Przedstawione zostały organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym, bowiem ramy tego rynku są wyznaczone właśnie przez przedmiot działania Komisji Nadzoru Finansowego. Opisałem również w podstawowym zakresie najważniejsze podmioty tworzące i obsługujące rynek zorganizowany, jak Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Szczególnie ważne dla niniejszej pracy było przedstawienie pojęcia firmy inwestycyjnej i warunków, od jakich zależy przyznanie określonemu podmiotowi tego statusu. To bowiem wpływa na uznanie danej umowy lub innej konstrukcji za instrument finansowy.

Przedstawiłem również drugą stronę, jaką jest klient firmy inwestycyjnej, bowiem prawa i obowiązki stron uzależnione są również od tego, za jakiego klienta (profesjonalnego albo detalicznego) zostanie on uznany. Przybliżenie w tym rozdziale również instytucji, które nie uczestniczą bezpośrednio w obrocie poza rynkiem zorganizowanym jest jednak zasadne chociażby po to, by jasno przedstawić pojęcia wykorzystywane przy budowaniu granicy między rynkiem zorganizowanym, a niezorganizowanym.

W rozdziale trzecim zaprezentowałem wyniki rozważań nad pojęciem instrumentu finansowego, jego genezą, znaczeniem oraz przede wszystkim przyczyną wprowadzenia tego nowego przecież pojęcia do języka prawnego. Porównałem go z papierami wartościowymi, walorami giełdowymi oraz amerykańskimi *securities*, którym jest najbliższy. Szczególnej uwadze poddałem przesłankę, że dana umowa lub przedmiot obrotu uzyskuje status instrumentu finansowego po spełnieniu przesłanki podmiotowej, jaką jest jego oferowanie przez firmę inwestycyjną w ramach jej działalności inwestycyjnej oraz przedmiotową, jaką jest uznanie go za instrument finansowy przez u.o.i.f. Znaczej refleksji wymagał również przyjęty przez ustawodawcę sposób regulacji polegający na kazuistycznym wymienieniu konstrukcji uznanych za instrumenty finansowe bez przedstawienia ich istoty. W tej części pracy wyjaśniłem także, czym charakteryzują się instrumenty pochodne.

Trzy pierwsze rozdziały pozwoliły mi na precyzyjne określenie pola badań. W zasadzie mogłyby stanowić pierwszą część pracy. Dopiero bowiem dzięki przedstawionym w nim rozważaniom możliwa stała się odpowiedź na pytanie, czym jest instrument finansowy rynku kapitałowego. Starałem się również wykazać, że instrumenty te występują poza rynkiem zorganizowanym. Był to punkt wyjścia dla zbadania cywilistycznej natury opcji.

Geneza i znaczenie gospodarcze opcji została przedstawiona w rozdziale czwartym. Pokazałem tu bogatą historię opcji sięgającą starożytności, a obejmującą również pierwszy wielki kryzys giełdowy w siedemnastowiecznych Niderlandach, który spowodowany był spekulacją opcjami na cebulki tulipanów. Zarysowałem także ciekawą ewolucję, jaką opcje przeszły już w XX i XXI wieku. Rozdział ten zawiera nadto przedstawienie wielu podziałów opcji, co służy lepszemu zrozumieniu ich funkcji i zastosowania.

W rozdziale piątym skupiłem się na problemach związanych z zawarciem umowy opcji, co wbrew pozorom jest bardzo trudnym zagadnieniem. Wynika to w szczególności z relacji łączących umowę ramową z umowami opcji zawieranych następnie na jej podstawie oraz skutkami ewentualnych naruszeń trybu kontraktowania przewidzianego przez strony. Zastanowienia wymagało określenie, w jakim trybie mogą być zawierane umowy opcji wobec specyfiki obrotu

z jednej strony, a ich cech konstrukcyjnych z drugiej strony. Zbadałem również relacje wiążące umowę opcji z poprzedzającą ją umową ramową w szczególności pod względem naruszenia trybu kontraktowania oraz zawarcia umowy o treści nieprzewidzianej przez umowę ramową. Niesłuchanie istotnym problemem są obowiązki informacyjne firmy inwestycyjnej oraz skutki ich naruszenia. Kwestią sporną jest, czy rodzi to skutek nieważności albo bezskuteczności następnie zawartej umowy opcji, czy też jedynie umożliwia wytoczenie powództwa odszkodowawczego przy założeniu, że umowa jest ważna i skuteczna. Ciekawe problemy rodzi również przedstawiona w tym rozdziale kwestia formy umowy opcji.

Szósty rozdział poświęcony został treści umowy opcji. Uwagi poczynione częściowo już w rozdziale V pozwoliły przyjąć, że umowa opcji, jako umowa nienazwana nie ma *essentialia*, *accidentalia* ani *naturalia negotii*. Przedstawiłem za to elementy przedmiotowo istotne (*essentialia contractus*) umowy opcji oraz przeanalizowałem jej elementy podmiotowo istotne (*accidentalia contractus*). Podałem także w wątpliwość zasadność wyodrębniania jej postanowień nieistotnych (*naturalia contractus*). Zwróciłem również uwagę na skutki braku określenia w umowie któregoś z elementów przedmiotowo istotnych, co na gruncie umów nienazwanych rodzi poważne wątpliwości i oceniane jest rozbieżnie w orzecznictwie sądowym, a do tej pory nie było poddane szczególnej refleksji piśmiennictwa.

W rozdziale siódmym dokonałem analizy charakteru prawnego umowy opcji. Wykazałem, że umowa opcji jest umową wzajemną, odpłatną, dwustronnie zobowiązującą, konsensualną i kauzalną. Trzeba zastrzec, że w szczególności kwestia wzajemności umowy opcji rodzi spory w literaturze przedmiotu. Warto zaznaczyć, że dotychczasowe wypowiedzi odnosiły się najczęściej (choć oczywiście nie zawsze) albo do opcji będących papierami wartościowymi albo też do opcji, które nie są w ogóle instrumentami finansowymi, co rodziło często pozorne sprzeczności we wnioskach.

Rozdział ósmy zawiera zestawienie konstrukcji cywilnoprawnych, do których umowa opcji jest najczęściej porównywana, a przez niektórych wręcz z nimi utożsamiana. Mowa o ofercie, umowie przedwstępnej i umowie warunkowej. Nie pisałem o umowie sprzedaży z prawem pierwokupu, odkupu lub z zastrzeżonym prawem odstąpienia, gdyż dotychczasowa krytyka koncepcji utożsamiających z nimi umowę opcji jest w pełni wystarczająca i powtarzanie podniesionych już argumentów bez dodawania nowych nie jest potrzebne ani celowe.

W rozdziale dziewiątym zająłem się w końcu kwestią losowości umowy opcji oraz znaczenia przydawania jej statusu formy spekulacji. Zdaję sobie sprawę, że zawarte w tym rozdziale wnioski są kontrowersyjne. Wydaje się jednak, że podjęta próba uchwycenia istotnej losowości, jak również przedstawienie drogi

rozumowania, jaka pozwoliła uznać opcję za taką umowę, a także rozłożenie na czynniki pierwsze elementów opcyjnego stosunku prawnego z uwzględnieniem oceny ewentualnej losowości każdego z nich, pozwalają na przyjęcie wniosku, że umowa opcji nie jest umową losową. Zdaję sobie sprawę, że losowość z konstrukcyjnego punktu widzenia powinna być omówiona już w rozdziale VII razem z innymi cechami umowy opcji. Wydaje się jednak, że po pierwsze zabieg taki zaburzyłby proporcje poszczególnych rozdziałów pracy, a po drugie opcja powinna zostać oceniana z tego punktu widzenia również po wykazaniu jej odrębności względem innych instytucji prawa cywilnego, co miało miejsce w rozdziale VIII.

Teżą przewodnią tej pracy jest występowanie instrumentów finansowych rynku kapitałowego również poza rynkiem zorganizowanym oraz zastosowanie do obrotu nimi części przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w szczególności w zakresie relacji łączących firmę inwestycyjną z klientem. Starałem się nadto wykazać, co nie jest już tak kontrowersyjne, że umowa opcji jest ugruntowaną w orzecznictwie i piśmiennictwie umową nienazwaną, która wymaga jednak dookreślenia w zakresie niektórych jej elementów charakterystycznych. Nie postawiłem sobie jednak za cel sformułowania postulatów *de lege ferenda*. Uważam bowiem, że po pierwsze – opcje powinny w swoim tempie dojrzeć do kodyfikacji, co jeszcze chyba nie nastąpiło, a po drugie nie wydaje mi się, by regulowanie każdej utrwalonej w obrocie umowy musiało prowadzić do jej prawnego uregulowania. Praca niniejsza jest zmodyfikowaną wersją rozprawy doktorskiej pod tym samym tytułem, którą obroniłem we wrześniu 2014 roku.

Chciałem na koniec podziękować tym wszystkim, którzy pomagali mi przez lata pracy nad rozprawą doktorską. W pierwszej kolejności dziękuję mojemu promotorowi dr hab. Aleksandrowi Kappesowi profesorowi UŁ, który udzielał mi cennych wskazówek i służył pomocą przez cały czas wspólnej pracy. Wielkie podziękowania należą się prof. dr hab. Wojciechowi J. Katnerowi, kierownikowi Katedry Prawa Gospodarczego i Handlowego WPiA UŁ, który prowadząc seminarium doktorskie nigdy nie skąpił mi cennych uwag i zawsze gotów był odpowiadać na szereg moich pytań. Dziękuję bardzo panu prof. dr hab. Tomaszowi Siemiątkowskiemu, który zaszczycił mnie podejmując się recenzji mojej rozprawy doktorskiej i krytycznie ją oceniając pomógł mi wyeliminować wiele z jej niedoskonałości. Dziękuję Pani prof. dr hab. Urszuli Promińskiej, która uczestnicząc w seminarium doktorskim dokonywała krytycznej oceny mojej pracy z punktu widzenia prawa cywilnego. Jestem wdzięczny również Pani prof. dr hab. Małgorzacie Pyziak – Szafnickiej za cenne odpowiedzi odnoszące się cywilnoprawnego charakteru umowy opcji. Jednakże szczególne podziękowania pragnę złożyć Pani dr Annie Rzetelskiej, która mimo że tematyka mojej pracy, delikatnie rzecz

ujmując, nie w pełni pokrywa się z Jej zainteresowaniami naukowymi, wielokrotnie zadawała sobie wielki trud lektury poszczególnych fragmentów mojej pracy na różnym etapie ich przygotowania i zawsze potrafiła na nie spojrzeć z punktu widzenia cywilisty badającego sferę, która ma tendencje do „wymykania” się prawu cywilnemu. Dzięki temu nie straciłem perspektywy i celu pracy, jakim była analiza instytucji rynku kapitałowego, ale właśnie z punktu widzenia prawa cywilnego. Dziękuję również wszystkim koleżankom i kolegom z Katedry Prawa Gospodarczego i Handlowego za pomoc i wsparcie. Na koniec pragnę również podziękować Panu dr Konradowi Zacharzewskiemu z Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, który poświęcił mi bardzo dużo czasu na owocne dyskusje o rynku kapitałowym i pomógł mi wyciągnąć ważne dla tej pracy wnioski.

ROZDZIAŁ I

POJĘCIE I ZAKRES RYNKU KAPITAŁOWEGO

1. Rynek finansowy jako tło dla rynku kapitałowego

1.1. Pojęcie rynku finansowego

Rynek jest pojęciem języka ekonomicznego. Jak wskazuje jeden z najwybitniejszych ekonomistów XX wieku, twórca tzw. wiedeńskiej szkoły ekonomii, L. von Mises *rynek kieruje działania jednostki w te obszary, na których może ona najlepiej służyć innym. W działaniu rynku nie ma przymusu, ani przemocy*¹. Uczony ten definiował rynek, jako *proces uruchamiany przez wzajemny wpływ działań różnych jednostek współpracujących w warunkach podziału pracy*². Rynek jest więc ogółem zamierzonych i zrealizowanych transakcji sprzedaży³ na danym terytorium w określonym czasie oraz warunków, na jakich są one proponowane i dokonywane⁴. Wskazana definicja przedstawia go jako stale dokonujący się w gospodarce proces, w ramach którego kupujący i sprzedający decydują o tym, co chcą sprzedać albo kupić i na jakich warunkach.

Rynki można podzielić wg branż, np. rynek samochodowy, komputerowy, broni, zbóż itp.; wg kryterium przestrzennego na rynki: lokalne (np. rynek usług prawnych w danym mieście), regionalne (np. rynek usług turystycznych w górach), krajowe (np. polski rynek farmaceutyczny), międzynarodowe (np. rynek pracy Unii Europejskiej), światowe (np. rynek walutowy). Innym kryterium są występujące na nich zmiany w czasie, co prowadzi do podziału na rynki stabilne (obroty nie zmieniają się w czasie), sezonowe (obroty zmieniają się regularnie,

¹ L. von Mises, *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, Warszawa 2007, s. 223.

² L. von Mises, *op. cit.*, s. 223.

³ W nauce ekonomii sprzedaż jest rozumiana chyba jako każda umowa rodząca obowiązek świadczenia pieniężnego chociażby po jednej ze stron.

⁴ <http://encyklopedia.pwn.pl/haslo/3970464/rynek.html>

np. na rynek odzieży zimowej, w turystyce), zwiężające się, zanikające (obroty systematycznie zmniejszają się w wyniku postępującego starzenia się — moralnego lub technicznego — wyrobu, np. zanik rynku lokomotyw parowych), rozszerzające się, rozwijające się (obroty systematycznie zwiększają się, gdy wprowadza się nowy towar). Przyjmuje się wreszcie podział według kryterium wielkości obrotów na rynki: małe, średnie i wielkie; wg teorii ekonomii na rynek: dóbr i usług, pracy, kapitałowy⁵.

Na rynku występują zjawiska w postaci podaży (dostępności) i popytu (zapotrzebowania), które wzajemnie na siebie oddziałują, czego skutkiem jest ukształtowanie się ceny równowagi rynku⁶. L. von Mises wskazał jednak, że pierwotny impuls dla zmienności rynku nie wynika z aktualnej i zmiennej w czasie korelacji podaży i popytu, a z działalności przedsiębiorców, których zachowanie jest czynnikiem pierwotnym wobec dwóch wskazanych wyżej⁷. Pogląd ten został poddany później krytyce m.in. przez F. A. von Hayeka⁸, J. M. Keynesa⁹ i M. Friedmana¹⁰.

Tak zdefiniowane rynki tworzą system gospodarczy. Jednym z elementów każdego systemu gospodarczego jest system finansowy. Na system ten składają się rynki finansowe, instrumenty finansowe¹¹ będące przedmiotem obrotu na tych rynkach, instytucje organizujące ich funkcjonowanie oraz odnoszące się do tych trzech elementów faktycznych – normy prawne¹².

Rynek finansowy stanowi sferę zawierania umów, których przedmiotem są instrumenty finansowe, a więc pośrednio jest nim sam pieniądź¹³. Wskutek tego dochodzi do ciągłej zmiany bądź osób zaangażowanych kapitałowo w danym podmiocie (jak w przypadku akcji) albo osób będących dwoma stronami danej umowy (jak w przypadku kontraktów terminowych) albo osób będących wierzycielami innego podmiotu (jak w przypadku obligacji)¹⁴.

Naturalnie, każdy z rynków poddany jest regulacji w wielu aktach prawnych. Część z nich będzie miała zastosowanie ogólne, inne będą się odnosiły tylko do wybranych rynków. Składają się na nie akty prawa międzynarodowego,

⁵ *ibidem*.

⁶ J. Czekaj, J. Raganiewicz [w:] red. J. Czekaj, *Rynki, instrumenty, instytucje finansowe*, Warszawa 2008, s. 3.

⁷ L. von Mises, *op. cit.*, s. 282.

⁸ F. A. von Hayek, *The pure theory of capital*, Chicago 1975.

⁹ J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Warszawa 2003.

¹⁰ M. Friedman, *Wolny wybór*, Sosnowiec 2006.

¹¹ Pojęcie instrumentów finansowych będzie przedmiotem rozważań w dalszej części pracy, głównie w rozdziale III.

¹² J. Czekaj, *op. cit.*, s. 4

¹³ *ibidem*.

¹⁴ *ibidem*.

do których zaliczymy konwencje międzynarodowe, umowy bilateralne między państwami, oraz – rzecz jasna w odniesieniu do państw członkowskich UE – akty prawa europejskiego w postaci rozporządzeń, dyrektyw i decyzji. Każde państwo tworzy również swój wewnętrzny system aktów prawnych odnoszących się do rynków finansowych oraz ich uczestników. Podmioty organizujące rynek tworzą trzecią sieć normatywną w postaci regulaminów, a uczestnicy rynku najczęściej mają udział w tworzeniu lub sankcjonowaniu różnego rodzaju kodeksów deontologicznych, które uzupełniają normy odnoszące się do rynku¹⁵.

Rynek finansowy podlega szeregowi umownych podziałów. Najczęściej wyróżnia się w jego ramach rynek kapitałowy i rynek pieniężny, choć nie jest to podział dychotomiczny. Kryterium tego rozróżnienia jest przedmiot obrotu, jak i częściowo czas zaangażowania kapitału¹⁶. U swych podstaw rynek pieniężny organizowany był głównie przez banki, a rynek kapitałowy przez giełdy¹⁷. Obok tego podziału wyodrębnia się również między innymi rynek walutowy i rynek instrumentów pochodnych (rynek terminowy)¹⁸. Rynki finansowe dzielić możemy również według wielu innych kryteriów. Mogą nimi być przedmiot obrotu, waluta transakcji, termin zapadalności instrumentów finansowych, skala transakcji, liczba nabywców, obszar geograficzny i termin wykonania transakcji. Innym, również ważnym podziałem, ze względu na istotę opcji jest dychotomia rynku finansowego na rynek kasowy i terminowy, której kryterium stanowi wyżej wspomniany termin wykonania transakcji. Istotą instrumentów terminowych jest przesunięcie w czasie ich wykonania, to jest spełnienia świadczenia, którego wysokość uzależniona być może od zmiennych i niedających się przewidzieć w sposób pewny czynników. Instrumenty kasowe – stanowiące przeciwieństwo terminowych – charakteryzują się spełnieniem świadczenia niezwłocznie po zawarciu umowy¹⁹.

Na każdym z rynków funkcjonują charakterystyczne dla niego instrumenty finansowe. Część z nich występować będzie na kilku rynkach. Ich lista ulega zmianom wraz z rozwojem inżynierii finansowej lub wprowadzaniem reglamentacji prawnych. Pojęcie instrumentu finansowego nie jest ani jasne, ani precyzyjne. Przykładowo, kompletnie odmienne definicje znajdują się w ustawie

¹⁵ Vide m.in. K. Zacharzewski, *Deontologia bankowa w wymiarze praktycznym*, Forum Prawnicze, 4-5 (6-7) 2011, s. 85-93, tenże: *Wpływ kodeksów deontologicznych na powstanie, treść i wykonywanie zobowiązań umownych*, [w:] (red.) E. Gniewek. K. Górka, P. Machnikowski, *Zaciąganie i wykonywanie zobowiązań: materiały III Ogólnopolskiego Zjazdu Cywilistów* (Wrocław, 25-27.09.2008 r.), Warszawa 2010, s. 489-503.

¹⁶ P. Zawadzka [w:] (red.) U. Banaszczyk – Soroka, *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*, Warszawa 2012, s. 18.

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ J. Czekaj, *op. cit.*, s. 82.

o rachunkowości²⁰ i w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi²¹, która wyraźnie nawiązuje do europejskich regulacji rynków finansowych, jednak pozostawia wciąż więcej pytań niż odpowiedzi. Pojęciami zbliżonymi do instrumentów finansowych, ale nie równoznacznymi są papiery wartościowe, walory giełdowe i typowe dla systemu *common law – securities*²².

Niezwykle ważnym elementem systemu finansowego są również jego instytucje, rozumiane, jako podmioty, które ten rynek tworzą, organizują jego funkcjonowanie, nadzorują go oraz wpływają na jego bieżące funkcjonowanie. Zaliczają się do nich podmioty nadzorujące rynek, podmioty organizujące jego funkcjonowanie i podmioty pośredniczące oraz wspomagające²³. W zależności od przyjętej w danym kraju filozofii organizacji rynku mogą być to podmioty publiczne, samorządowe (w rozumieniu samorządów branżowych – korporacji) albo prywatne²⁴.

Na gruncie prawa polskiego rynek finansowy został zdefiniowany pośrednio w art. 1 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym²⁵. Z przepisu tego można wywieść, że rynek finansowy jest rynkiem usług o charakterze bankowym, kredytowym, ubezpieczeniowym, emerytalnym, inwestycyjnym lub płatniczym²⁶. Wolno się zastanawiać, czy tak szerokie przedmiotowe ujęcie nadzoru nad rynkiem finansowym wciąż daje podstawę do przyjęcia, iż przedmiot nadzoru stanowi

²⁰ Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz.U. 1994 Nr 121 poz. 591.

²¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538.

²² Zależności między tymi pojęciami zostaną bliżej przedstawione w rozdziale IV.

²³ Zostaną one przedstawione w rozdziale II.

²⁴ Co w warunkach polskich brzmi jednak ciągle mało prawdopodobnie, mimo że spółka organizująca obrót giełdowy jest sama notowana na prowadzonym przez siebie rynku.

²⁵ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2006 Nr 157 poz. 1119. Jej art. 1 ust. 2 u.n.r.f. stanowi, że *nadzór nad rynkiem finansowym, sprawowany przez Komisję Nadzoru Finansowego, obejmuje:*

- 1) *nadzór bankowy;*
- 2) *nadzór emerytalny;*
- 3) *nadzór ubezpieczeniowy;*
- 4) *nadzór nad rynkiem kapitałowym;*
- 5) *nadzór nad instytucjami pieniądza elektronicznego;*
- 6) *nadzór nad agencjami ratingowymi w zakresie przewidzianym przepisami rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych;*

- 7) *nadzór nad instytucjami płatniczymi i biurami usług płatniczych;*

8) *nadzór uzupełniający, sprawowany zgodnie z przepisami ustawy z dnia 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego.*

²⁶ B. Wojno [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.) *Prawo rynku kapitałowego. Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 1654.

rynek finansowy albo innymi słowy, czy prawdziwe jest stwierdzenie, że rynek finansowy został prawnie określony przez przedmiot nadzoru nad tym rynkiem²⁷. Niemniej jednak, skoro zgodnie z art. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku, a art. 1 u.n.r.f. wyraźnie stanowi, że ustawa ta określa organizację, zakres i cel sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym, to zgodnie z intencją polskiego ustawodawcy, rynkiem finansowym jest to, co podlega nadzorowi nad tym rynkiem²⁸. Można pokusić się o stwierdzenie, że u.n.r.f. stanowi o nadzorze nad całością obiegu pieniądza w gospodarce, co prawidłowo transponuje funkcjonujące w ekonomii pojęcie rynku finansowego na grunt regulacji prawnych²⁹.

1.2. Funkcje rynku finansowego

Podstawową funkcją rynku finansowego jest pomoc w transferze środków od podmiotów posiadających ich nadwyżkę do osób, które aktualnie ich potrzebują. Może to się odbywać bądź bezpośrednio (na przykład poprzez subskrypcję akcji w pierwszej ofercie publicznej) bądź też pośrednio (poprzez zakup jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym). Dzięki temu transferowi kapitału dochodzi do elastycznego kształtowania czasowej struktury konsumpcji i inwestycji uniezależniając je od wielkości aktualnie posiadanych środków³⁰. Innymi słowy powiedzieć można, że dzięki rynkowi finansowemu środki pieniężne udostępniane są przez osoby, które mają ich nadwyżkę osobom, którym są one aktualnie potrzebne, a które mogą wykorzystać je efektywniej, niż ich aktualni posiadacze³¹. Dzięki temu zapewniony jest dostęp do kapitału po jego aktualnej cenie rynkowej, co zapewnia możliwość finansowania przedsięwzięć gospodarczych³².

²⁷ Tak m.in. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2010, s. 11, który uznaje analogiczną regulację ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym za definicję rynku kapitałowego i pośrednio przyznaje, że omawiany przepis stanowi jednocześnie definicję rynku finansowego.

²⁸ Nie jest to najszcześliwszy sposób zdefiniowania polskiego rynku finansowego. Przyjęcie go bez zastrzeżeń prowadziłoby do tak dziwnego wniosku, jak uznanie, że elementem rynku finansowego jest również działalność agencji ratingowych w zakresie objętym nadzorem.

²⁹ Więcej na temat pojęcia rynku finansowego, B. Wojno [w:] M. Wierzbowski, i in. (red.), *Prawo...*, U.n.r.f., s. 1648 i n.

³⁰ J. Czekaj, *op. cit.*, s. 6.

³¹ Oczywiście nie mam tu na myśli posiadania w rozumieniu prawa cywilnego, nie chodzi mi również o zmianę własności środków pieniężnych, gdyż forma prawna nie ma w tym miejscu znaczenia.

³² I. Pyka, *Struktura i kierunki zmian rynku finansowego w procesach globalizacji* [w:] *Rynek pieniężny i kapitałowy*, (red.) I. Pyka, Katowice 2001, s. 11.

Kolejną funkcją rynku finansowego jest mobilizacja kapitału, która z jednej strony skłania osoby posiadające nadwyżkę do inwestycji w miejsce konsumpcji, z drugiej zaś strony zapobiega niekorzystnemu zjawisku tak zwanej tezauryzacji kapitału, polegającemu na ulokowaniu go w sposób nieprzynoszący zysku ani jego właścicielowi, ani też osobom trzecim³³.

Funkcja alokacyjna określa i wyznacza panujące tendencje, strumienie kapitału i ich kierunki, co jest wskazówką o powszechnej świadomości i opinii o najkorzystniejszym aktualnie sposobie lokowania wolnych środków³⁴. Transfer ten nie odbywa się jednak bezpośrednio to jest od osób szukających alokacji do jej beneficjentów. Spośród instytucji pośredniczących w alokacji kapitału najważniejsza rola przypada tradycyjnie bankom³⁵.

Działanie rynku finansowego nie ogranicza się jednak tylko do wyżej wskazanych funkcji. Dzięki udostępnieniu inwestorowi szerokiej oferty instrumentów finansowych odnoszących się do różnych rodzajów aktywów, rynek umożliwia ich dywersyfikację, co sprzyja ograniczeniu ryzyka³⁶. Można więc mówić o zabezpieczającej funkcji rynku finansowego. Umożliwia on bowiem dywersyfikację alokacji kapitału nie tylko co do podmiotów, którym jest on faktycznie powierzany, ale co do formy tego powierzenia. Wreszcie, rynek finansowy sprzyja obiektywnej wycenie wartości danej spółki, wiarygodności kredytowej państwa, samorządu lub innej organizacji³⁷.

1.3. Rynek pieniężny i rynek kapitałowy

1.3.1. Pojęcie rynku pieniężnego

Jak wyżej wspomiano, najważniejszym podziałem rynku finansowego jest podział na rynek pieniężny i kapitałowy. Należy mieć oczywiście na względzie, że jest to podział w dużej mierze umowny, a niektóre elementy są tym rynkom wspólne.

Zgodnie z art. 3 pkt 27 u.o.i.f., rynek pieniężny jest płaszczyzną obrotu instrumentami finansowymi, przewidującymi termin realizacji praw z nich wynikających nie dłuższy, niż rok. Instrumenty rynku pieniężnego inkorporują wyłącznie wierzytelności, nie zaliczają się do nich instrumenty udziałowe³⁸. Zgodnie z art. 3 pkt 28 u.o.i.f., instrumentami rynku pieniężnego są papiery wartościowe lub nie-

³³ *ibidem*.

³⁴ D. Dziawgo, *Rynek finansowy – istota, instrumenty, funkcjonowanie*, Warszawa 2007, s. 11.

³⁵ *ibidem*.

³⁶ J. Czekaj, *op. cit.*, s. 7.

³⁷ *ibidem*.

³⁸ Więcej na ten temat, M. Wierzbowski i in. (red.), *op. cit.*, s. 677 – 680.

będące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym.

Zdecydowanie bardziej rozbudowana jest definicja instrumentów rynku pieniężnego, która znajduje się w ustawie o funduszach inwestycyjnych³⁹ zawarta w jej art. 2 pkt 21⁴⁰. Już z tego przepisu wynika, że instrumenty rynku pieniężnego są bardzo zróżnicowane. Należą do nich między innymi bony skarbowe, bony pieniężne oraz krótkoterminowe papiery dłużne takie, jak obligacje, weksle i czek i nazywane *commercial papers*⁴¹.

Rynek pieniężny jest więc rynkiem na którym zderza się podaż i popyt pieniądza⁴². Na rynku pieniężnym lokowane są krótkoterminowe nadwyżki pieniądza, a przez to zaspokajane są również krótkoterminowe zapotrzebowania na ten pieniądź⁴³. Podstawową funkcją rynku pieniężnego jest więc zarządzanie płynnością rozumianą jako zdolność do terminowego regulowania zobowiązań⁴⁴. Rynek pieniężny jest tym segmentem rynku, na którym państwo realizuje politykę pieniężną za pomocą operacji otwartego rynku, polegających na kupowaniu i sprzedawaniu przez bank centralny krótkoterminowych papierów wartościowych, przede wszystkim skarbowych⁴⁵. Instrumenty rynku pieniężnego charakteryzują się niskim ryzykiem inwestycyjnym, co wiąże się oczywiście z odpowiednio niską rentownością, oraz wysoką płynnością.

³⁹ Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. 2004 nr 146 poz. 1546.

⁴⁰ Przepis ten stanowi, że są nimi papiery wartościowe lub prawa majątkowe inkorporujące wyłącznie wierzytelności pieniężne:

a) o terminie realizacji praw nie dłuższym niż 397 dni liczonym od dnia ich wystawienia lub od dnia ich nabycia lub

b) które regularnie podlegają dostosowaniu do bieżących warunków panujących na rynku pieniężnym w okresach nie dłuższych niż 397 dni, lub

c) których ryzyko inwestycyjne, w tym ryzyko kredytowe i ryzyko stopy procentowej, odpowiada ryzyku instrumentów finansowych, o których mowa w lit. a lub b,

– oraz co do których istnieje podaż i popyt umożliwiające ich nabywanie i zbywanie w sposób ciągły na warunkach rynkowych. Przejściowa utrata płynności przez papier wartościowy lub prawo majątkowe nie powoduje utraty przez ten papier lub prawo statusu instrumentu rynku pieniężnego.

Definicja ta częściowo koresponduje z definicją zawartą w art. 3 pkt 28 u.o.i.f., zgodnie z którym są nimi *papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym*.

⁴¹ M. Pawełczyk, *Bankowe papiery wartościowe na krajowym rynku finansowym. Zagadnienia prawne*. PPH 1996/6 wkładka, s. 25.

⁴² L. von Mises, *The theory of money and credit*, New York 1971, s. 131 i n.

⁴³ J. Czekaj, *op. cit.*, s. 10-11.

⁴⁴ *Ibidem*.

⁴⁵ *Ibidem*.

O tym, że roczna cezura przyjęta w kontynentalnych porządkach prawnych ma jedynie umowny charakter, świadczyć może choćby podział instrumentów finansowych występujący w Stanach Zjednoczonych. Krótkoterminowe papiery dłużne mają tam termin zapadalności do 5 lat. Do średnioterminowych zaliczane są instrumenty realizowane w terminie od 5 do 12 lat. Papiery długoterminowe, jak choćby wyemitowane przez *Walt Disney Corporation* mogą mieć termin zapadalności wyznaczony nawet na 100 lat⁴⁶.

Zjawiskiem powszechnie występującym na rynku pieniężnym jest standaryzacja obrotu. Instrumenty rynku pieniężnego najczęściej występują w seriach, których poszczególne papiery mają taką samą wartość, termin i sposób wykonania⁴⁷.

Cechą immanentną instrumentów rynku pieniężnego jest ich płynność i zbywalność, co oznacza możliwość łatwego ich zbycia i uzyskania ekwiwalentu w pieniądzu. Rynek ten jest dalece zdecentralizowany. Nie ma żadnych „parkietów” handlu instrumentami rynku pieniężnego. Umowy zawierane są przez strony indywidualnie. Znaczącymi uczestnikami obrotu na tym rynku są banki. Poważną część rynku pieniężnego stanowi rynek lokat międzybankowych, na którym stopy procentowe są uznawane za rynkową cenę pieniądza w krótkim czasie. Dzięki temu zachowana jest płynność sektora bankowego oraz wpływ banku centralnego na rynkową cenę pieniądza⁴⁸ poprzez ustalanie poziomu stóp procentowych⁴⁹.

Zwrócić należy uwagę, że wyłączenie bankowych papierów wartościowych spod regulacji ustawy o ofercie publicznej⁵⁰ w świetle odesłania do definicji instrumentów finansowych zawartej u.o.i.f. jest w pełni uzasadnione. Bankowe papiery wartościowe są bowiem instrumentami rynku pieniężnego w rozumieniu u.o.i.f., ale ze względu na swój krótki termin zapadalności zostały usunięte z obrotu zorganizowanego właśnie poprzez to wyłączenie. W jego braku, jak to miało miejsce na gruncie prawa o obrocie papierami wartościowymi z 1997 roku, mogłyby one stać się przedmiotem obrotu zorganizowanego⁵¹. W obecnym stanie prawnym mamy jednak do czynienia z podwójnym wyłączeniem. Z jednej strony obowiązuje wspomniany przepis u.o.p., z drugiej mamy do czynienia z art. 92

⁴⁶ M. Lemmonier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011, s. 138.

⁴⁷ *Vide* m.in. Sz. Ciarkowski, *Prawa pochodne jako papiery wartościowe*, PPW 2001/4, s. 10-11.

⁴⁸ M. Lemmonier, *op. cit.*, s. 305.

⁴⁹ Jest to poziom oprocentowania pożyczek udzielanych przez bank centralny bankom komercyjnym, co ma z kolei przełożenie na poziom oprocentowania pożyczek udzielanych przez te banki ich klientom.

⁵⁰ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539.

⁵¹ *Vide* M. Pawełczyk, *op. cit.*, s. 26-27.

ustawy prawo bankowe⁵², który jasno stanowi, że do bankowych papierów wartościowych u.o.p. nie ma zastosowania. Takie krzyżowe wyłączenie, jak trafnie zauważył M. Michalski, winno być interpretowane, jako zwolnienie emisji bankowych papierów wartościowych spod rygorów u.o.p. przez art. 92 prawa bankowego oraz zakaz wprowadzania bankowych papierów wartościowych na rynek zorganizowany przez art. 3 ust. 1 w zw. z ust. 1 i 3 u.o.p.⁵³.

Rynek pieniężny można więc scharakteryzować jako rynek transakcji, których ekonomicznym uzasadnieniem jest transfer środków stanowiących nadwyżki jednych podmiotów do tych, którzy chcą pokryć swoje aktualne potrzeby. Z ekonomicznego punktu widzenia rynek pieniężny jest przeciwstawiany rynkowi kapitałowemu jako jeden z ważniejszych obok niego elementów rynku finansowego. Z kolei z prawnego punktu widzenia, stanowi on element rynku kapitałowego, jest więc pojęciem węższym⁵⁴.

1.3.2. Pojęcie rynku kapitałowego

Na samym początku zwrócić należy uwagę, że definiowanie i określenie ram rynku kapitałowego jest bardzo skomplikowane. W niniejszej pracy poddaję analizie oczywiście jedynie rynek instrumentów finansowych, który, co zostanie niżej przedstawione, stanowi jedynie jeden z segmentów rynku kapitałowego. Jednak i ramy tego segmentu nie są jasne. Często kapitałowy rynek instrumentów finansowych utożsamiany jest z obrotem zorganizowanym⁵⁵. Stawiam w tym miejscu tezę, że jest to założenie błędne, a kapitałowy rynek instrumentów finansowych jest szerszy od rynku zorganizowanego⁵⁶.

⁵² ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku prawo bankowe, Dz.U. 1997 nr 140 poz. 93.

⁵³ M. Michalski, *System Prawa Prywatnego*, t. XIX, *Prawo papierów wartościowych*, (red.) A. Szumański, Warszawa 2006, s. 516-517.

⁵⁴ Największy rynek depozytów bankowych funkcjonuje w Londynie. Obowiązująca na nim stopa procentowa oferowanych pożyczek nosi nazwę LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), natomiast wysokość oprocentowania przyjętych przez banki depozytów to LIBID (*London Interbank Bid Rate*). W Polsce mówimy odpowiednio o indeksach WIBOR (*Warsaw Interbank Offered Rate*) oraz WIBID (*Warsaw Interbank Bid Rate*). Indeksy te zawsze wykazują korelację, bowiem duża część pieniądza funkcjonującego w obrocie na rynku polskim pochodzi z pożyczek zaciągniętych w Londynie.

⁵⁵ M.in. R. Biskup [w:] M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo...*, *U.n.r.f.*, s. 819; M. Wierzbowski, P. Wajda, *ibidem*, s. 664, którzy utożsamiają rynek kapitałowy z rynkiem zorganizowanym, który dzielić się ma na rynek papierów wartościowych i instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi; niepublikowany wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 25 kwietnia 2013 roku w sprawie SP-M.27/B/09, który stwierdził, że ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie ma zastosowania do umowy opcji zawartej między jednym z banków, a jej klientem.

⁵⁶ Tak np. S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010, s. 9.

Rynek kapitałowy, w ujęciu ekonomicznym, jest przedmiotowo szerszy od rynku pieniężnego – obejmuje zarówno obrót instrumentami wierzyielskimi, jak i korporacyjnymi. Czas trwania instrumentów wierzyielskich jest dłuższy od roku⁵⁷. Już ta pobieżna prezentacja pozwala przyjąć słuszny wniosek o odmienności funkcji rynku pieniężnego i kapitałowego. Przyjmuje się konwencjonalnie, że rynek pieniężny jest zdeterminowany przez potrzebę krótkoterminowego finansowania określonych przedsięwzięć, natomiast istotą rynku kapitałowego jest długofalowe inwestowanie obciążone z jednej strony większym ryzykiem, a z drugiej – przynoszące potencjalnie większe zyski. Z tego powodu rynek kapitałowy postrzegany jest jako płaszczyzna przepływu kapitału między jego właścicielami (inwestorami) a beneficjentami (emitentami)⁵⁸.

Sam rynek kapitałowy dzieli się na dwa podstawowe sektory, jakimi są sektor publiczny (rynek zorganizowany) oraz rynek niezorganizowany, nazywany również niepublicznym lub prywatnym, na którym zawierane są transakcje bilateralne⁵⁹, choć coraz częściej wystandaryzowane⁶⁰. Wielu autorów utożsamia jednak pojęcie rynku kapitałowego z rynkiem zorganizowanym, poza jego obrębem stawiając rynek niezorganizowany⁶¹. Można też spotkać właściwe wypowiedzi, jak choćby K. Zacharzewskiego, który dokonał jasnego rozróżnienia między rynkiem zorganizowanym a niezorganizowanym⁶².

Mimo, że z ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie wynika to wprost, rynek zorganizowany dzieli się na rynek regulowany i alternatywny. Rynek regulowany, zgodnie z art. 14 ust. 1 u.o.i.f. składa się z dwóch elementów, jakimi są rynek giełdowy i pozagiełdowy. Z kolei Regulamin Giełdy wprowadza podział rynku giełdowego na rynek oficjalnych notowań i rynek równoległy. Ustawa wprowadza jednak cały szereg instrumentów finansowych, które ze swej natury nie mogą być przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym (albo też ewentualne wystąpienie części z nich na tym rynku jest wyjątkiem, nie zaś zasadą), a występują na rynku prywatnym, który jest przecież również częścią rynku kapitałowego.

⁵⁷ Oznacza to, że instrumenty wierzyielskiego o krótszym terminie zapadalności „automatycznie” zostają uznane za instrumenty rynku pieniężnego, nie zaś kapitałowego.

⁵⁸ J. Czekaj, *op. cit.*, s. 11.

⁵⁹ Przez umowę bilateralną rozumieć należy umowę zawieraną między stronami bez pośrednictwa spółki prowadzącej giełdę lub rynek pozagiełdowy oraz bez pośrednictwa izby rozliczeniowej. Są to więc umowy indywidualnie negocjowane i zawierane między tymi stronami. Nie należy jednak ich utożsamiać z umowami dwustronnie zobowiązującymi, choć w praktyce najczęściej będą się do nich zaliczać.

⁶⁰ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 188-193.

⁶¹ M. Wierzbowski, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo..., U.o.i.f.*, s. 549.

⁶² K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, s. 65-66.

Ponizej, w kolejnych dwóch podpunktach postaram się przedstawić pojęcie rynku kapitałowego w prawie europejskim oraz w prawie polskim⁶³. Dopiero zestawienie norm tych dwóch porządków prawnych pozwoli na uchwycenie zakresu pojęcia rynku kapitałowego i poparcie tezy, że nie ogranicza się on do obrotu zorganizowanego. W szczególności regulacje europejskie wydają się bardzo skomplikowane, celowe jest więc ich przedstawienie z uwzględnieniem metody historycznej.

1.3.2.1. Rynek kapitałowy w prawie europejskim

Kamieniem węgielnym europejskiego prawa rynku finansowego był Traktat Rzymski ustanawiający Europejską Wspólnotę Gospodarczą z dnia 25 marca 1957 roku⁶⁴, a konkretnie jego art. 67. Przepis ten zamieszczony w rozdziale 4 „Kapitał”, stanowił, że *Państwa Członkowskie znoszą stopniowo, w zakresie niezbędnym do sprawnego funkcjonowania wspólnego rynku, ograniczenia w przepływie kapitału, należącego do osób zamieszkałych w Państwach Członkowskich, jak również traktowanie dyskryminujące ze względu na narodowość lub miejsce zamieszkania stron, lub na miejsce lokaty kapitału. Płatności bieżące związane z przepływem kapitału między Państwami Członkowskimi są zwolnione od wszelkich ograniczeń*. Kolejne przepisy zobowiązywały organy EWG oraz państw członkowskich do uchwalenia aktów wykonawczych do art. 67.

Faktyczny początek integracji europejskiego rynku kapitałowego dokonał się z uchwaleniem dyrektywy Rady nr 79/279/EWG z dnia 5 marca 1979 roku w sprawie koordynacji warunków dopuszczenia papierów wartościowych do oficjalnych notowań giełdowych⁶⁵. Dyrektywa ta nie przyniosła jednak wystarczających rozwiązań. Kolejnym krokiem w znoszeniu ograniczeń swobody przepływu kapitału był Jednolity Akt Europejski z 1986 roku⁶⁶, jednakże konkrety w zakresie pojęcia rynku kapitałowego przyniosła dopiero dyrektywa Rady z dnia 24 czerwca 1988 roku w sprawie wykonania art. 67 Traktatu⁶⁷. To właśnie jej przepisy powinny zostać poddane analizie w pierwszej kolejności.

Dyrektywa z 1988 roku z jednej strony dokonała podziału rynku na rynek giełdowy i pieniężny, definiując pojęcie wprowadzenia na giełdę lub uznany rynek pieniężny papierów wartościowych lub innych instrumentów. Z drugiej strony

⁶³ tam też zostanie przedstawiona i poddana analizie definicja rynku kapitałowego z ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym zbudowana analogiczną metodą, co definicja rynku finansowego mieszcząca się w u.n.r.f.

⁶⁴ Dz. U. C 224 z 31.8.1992 roku.

⁶⁵ Dz. Urz. L 66 z 16.03.1979 roku.

⁶⁶ Dz. U. U.E. z dnia 29.6.1987. Poz. 169.

⁶⁷ Dz. Urz. WE L 178 z 08.07.1988.

definiuje ona⁶⁸ transakcje odnoszące się do papierów wartościowych, jako między innymi nabycie papierów wartościowych niebędących przedmiotem obrotu giełdowego. Powstaje więc pytanie, o jaką płaszczyznę obrotu chodziło prawodawcy europejskiemu, skoro koncepcja rynku pozagiełdowego (w ramach rynku regulowanego), jak i alternatywnego systemu obrotu (w ramach rynku zorganizowanego) powstały później? W czasie uchwalania tego aktu rynek giełdowy wyczerpywał całość tego fragmentu rynku kapitałowego, który nazywamy obecnie rynkiem zorganizowanym. Wydaje się więc, że ustawodawca europejski pośrednio zaliczył do rynku kapitałowego rynek bilateralnych transakcji zawieranych poza forum obrotu kojarzonym z różnie rozumianą „giełdą”. Opowiedział się zatem za szerokim rozumieniem pojęcia rynku kapitałowego – już wówczas – szerszym od obecnego pojęcia rynku zorganizowanego.

Punktem zwrotnym europejskiej legislacji w zakresie rynku finansowego i kapitałowego była dyrektywa Rady nr 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 roku w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych⁶⁹. Mimo, że akt ten już nie obowiązuje z pewnością zasługuje na uwagę. Przez ponad dekadę stanowił on bowiem punkt wyjścia dla wszystkich innych aktów prawa europejskiego, których przedmiotem regulacji był rynek kapitałowy oraz stworzył siatkę pojęciową aktualną w zasadzie do dzisiaj. Art. 1 pkt 13 tej dyrektywy zawierał definicję rynku regulowanego⁷⁰. Posługiwał się również pojęciem instrumentu finansowego⁷¹. Dy-

⁶⁸ czyni to w Załączniku I pkt III – Operacje odnoszące się do papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym.

⁶⁹ Dz.U. L 141 z 11.6.1993.

⁷⁰ Rynkiem regulowanym jest rynek określonych instrumentów, który:

– istnieje w wykazie rynków regulowanych wpisanym do Dziennika Urzędowego Wspólnot Europejskich;

– funkcjonuje regularnie;

– odznacza się tym, że regulacje wydane lub zatwierdzone przez właściwe władze określają warunki działania rynku, warunki dostępu do rynku oraz w przypadku, gdy dyrektywa 79/279/EWG ma zastosowanie, warunki regulujące dopuszczanie instrumentów do obrotu publicznego nałożone przez tę dyrektywę, a w przypadku, gdy dyrektywa ta nie ma zastosowania warunki, które muszą być spełnione przez instrument finansowy, zanim zostanie on przedmiotem efektywnego obrotu na rynku;

– wymaga przestrzegania wszystkich wymogów sprawozdawczości i przejrzystości ustanowionych zgodnie z art. 20 i 21 tej dyrektywy.

⁷¹ Instrumentami, będącymi przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w rozumieniu Dyrektywy 93/22/EWG były:

a) zbywalne papiery wartościowe (transferable securities);

b) jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania;

c) instrumenty rynku pieniężnego;

d) kontrakty finansowe typu futures, w tym równoważne instrumenty rozliczane w gotówce;

e) terminowe umowy na stopy procentowe (kontrakty FRA – free rate agreements);

f) kontrakty typu swap dotyczące stopy procentowej, walut lub udziałów;

rektywa ta wprowadziła nową kategorię pojęciową zbywalnych papierów wartościowych (ang. *transferable securities*). Są to te rodzaje papierów wartościowych, które bywają zazwyczaj przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, takie jak rządowe papiery wartościowe, akcje w spółkach, przenoszalne papiery wartościowe dające prawo do nabywania akcji przez subskrypcję lub zamianę, kwity depozytowe, obligacje emitowane w serii, indeksowe gwarancje subskrypcyjne i papiery wartościowe dające prawo do nabywania takich obligacji drogą subskrypcji⁷².

Trzeba również zauważyć, że dyrektywa 93/22 odróżniała rynek regulowany od rynku kapitałowego, jednak nie definiowała drugiego z nich. W świetle jej niżej przedstawionych unormowań można przyjąć, że rynek regulowany był tylko częścią rynku kapitałowego, co z kolei przemawia za tezą, że już wówczas w prawie europejskim do rynku kapitałowego zaliczano rynek prywatny, o ile spełniał określone przesłanki.

Zacząć należy od art. 14 ust. 3 dyrektywy 93/22. Przepis ten stanowił, że państwo członkowskie może wymagać, aby transakcje odnoszące się do usług, określonych w ust. 1, musiały być przeprowadzane na rynku regulowanym, w przypadku, gdy spełniają określone kryteria⁷³. Z lektury tych przepisów wynika następujący wniosek. Przyznanie państwom członkowskim kompetencji do nakazania zawierania wskazanych wyżej transakcji na rynku regulowanym oznacza, że mogą one być dokonywane również poza rynkiem regulowanym. Innymi słowy z przepisów powyższych wynika, że rynek kapitałowy w rozumieniu dyrektywy 93/22 nie ograniczał się do rynku regulowanego, a był pojęciem znacznie szerszym⁷⁴.

g) opcje zakupu lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu wymienionego w tym zestawieniu, w tym równoważne instrumenty rozliczane w gotówce. Kategoria ta obejmowała w szczególności opcje walutowe i opcje stopy procentowej.

⁷² Art. 1 ust. 4 Dyrektywy określił zbywalne papiery wartościowe jako:

- a) akcje w spółkach i inne papiery wartościowe równoważne udziałom w spółkach;*
- b) obligacje i inne rodzaje papierów dłużnych, które są zbywalne na rynku kapitałowym oraz*
- c) wszelkie inne papiery wartościowe będące w normalnym obrocie, które dają prawo do nabywania wszelkich tego rodzaju zbywalnych papierów wartościowych drogą subskrypcji lub zamiany, bądź też są rozliczane płatnością gotówkową, z wyjątkiem instrumentów płatności.*

⁷³ Ustęp pierwszy tego artykułu odnosił się z kolei do świadczenia usług inwestycyjnych określonych w sekcji C Załącznika do Dyrektywy. Sekcja ta wymienia usługi inwestycyjne i inne usługi świadczone przez przedsiębiorstwa inwestycyjne, takie jak przechowywanie i administrowanie instrumentami, udzielanie kredytów lub pożyczek inwestorom, umożliwiających im przeprowadzenie transakcji obejmujących jeden lub więcej spośród instrumentów w przypadku, gdy przedsiębiorstwo udzielające kredytu lub pożyczki uczestniczy w transakcji, usługi związane z ubezpieczaniem a także usługi związane z subskrypcją akcji oraz usługi dewizowe w przypadku, gdy są one związane ze świadczeniem usług inwestycyjnych.

⁷⁴ Oczywiście, wyprowadzenie na podstawie literalnej wykładni tego przepisu wniosku o szerszym od rynku regulowanego ujęciu rynku kapitałowego spotkać się może z krytyką, że są to usługi dodatkowe, a nie transakcje dotyczące nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

Za stanowiskiem, że rynek kapitałowy jest pojęciem szerszym od rynku zorganizowanego i regulowanego przemawia kolejny argument związany z art. 20 ust. 1 lit. „a”. omawianej dyrektywy. Przepis ten wyraźnie mówi o transakcjach, których przedmiotem są instrumenty będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, a zawarte poza tym rynkiem. Skoro w momencie tworzenia tego rozwiązania nie istniał alternatywny system obrotu, będący obok rynku regulowanego częścią rynku zorganizowanego, przyjąć należy, iż prawodawca europejski miał na myśli transakcje zawierane poza rynkiem regulowanym, rozumianym wówczas, jako całość rynku zorganizowanego.

Inna, uchwalona również w 1993 roku dyrektywa w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych⁷⁵ nr 93/6/EWG odnosi się do rynku w rozumieniu art. 1 pkt 13 dyrektywy 93/22/EWG, a więc według wcześniejszych ustaleń – do rynku regulowanego (publicznego) i prywatnego. Zgodnie z jej art. 2 pkt 10 *pozagiełdowe instrumenty pochodne oznaczają kontrakty na stopy procentowej i kontrakty wymiany walutowej*⁷⁶ oraz *kontrakty pozabilansowe odnoszące się do akcji, pod warunkiem że żadne kontrakty tego typu nie są przedmiotem obrotu na uznanych giełdach [...]*. Widzimy więc ponownie, że instrumentami finansowymi, a więc tworzącymi rynek kapitałowy, były również instrumenty pozagiełdowe, a więc występujące na rynku prywatnym. Argument ten jest wzmocniony analizą treści załączników do tej dyrektywy⁷⁷.

Zwrócić jednak należy uwagę, że dyrektywa jasno stanowi, że państwo członkowskie może wymagać, aby transakcje odnoszące się do tych usług były zawierane na rynku regulowanym. Oznacza to, że o ile takiej regulacji nie wprowadzono, ich naturalnym środowiskiem są tak rynek regulowany, jak i część rynku kapitałowego, niezaliczona do rynku regulowanego.

Wniosek ten spotkać mógłby się z krytyką również na gruncie dzisiejszych rozwiązań, kiedy to istnieją wielostronne platformy obrotu – *Multilateral Trading Facilities (MTF)* w postaci Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO), obok rynku regulowanego tworzący rynek zorganizowany. Można by więc interpretować ten przepis w ten sposób, że jeśli brak było ograniczenia obrotu do rynku regulowanego, to odbywać się on może również w ASO, a więc ciągle na rynku zorganizowanym. Byłby to jednak zarzut nieprawidłowy, bowiem w czasie uchwalania dyrektywy 93/22 ASO jeszcze nie istniał, a więc rynek regulowany wyczerpywał przedmiotowo to wszystko, co dzisiaj nazywane jest rynkiem zorganizowanym. Tak więc usługi inwestycyjne i inne usługi świadczone przez przedsiębiorstwa inwestycyjne dokonywane być mogły poza rynkiem regulowanym, a więc na rynku zwanym prywatnym, bilateralnym, niepublicznym albo niezorganizowanym, który niewątpliwie był jednym z segmentów rynku kapitałowego w rozumieniu tej dyrektywy.

⁷⁵ Dyrektywa nr 93/6/EWG z dnia 15 marca 1993 roku w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych, Dz. Urz. WE L 141 z 11.06.1993.

⁷⁶ o których mowa w załączniku II do dyrektywy 89/647/EWG w sprawie współczynnika wypłacalności instytucji kredytowych z dnia 18 grudnia 1989 roku, Dz.U. L 386 z 30.12.1989.

⁷⁷ W załączniku I *Ryzyko pozycji* w pkt 4 i 5 wymieniono wprost opcje pozagiełdowe. Z kolei w Załączniku II – *Ryzyko rozliczenia i ryzyko kontrahenta* – wprowadza pozagiełdowe instrumenty

Wydaje się więc, że już krótkie przedstawienie wybranych przepisów europejskiego prawa rynku kapitałowego obowiązujących we wczesnej fazie jego tworzenia pozwala utrzymać tezę, że niemal od początku prawodawca europejski uznawał, że rynek kapitałowy nie ogranicza się do zorganizowanych platform obrotu bez względu na stopień ich zorganizowania i sformalizowania, ale obejmuje również rynek umów bilateralnych dotyczących instrumentów z natury niestandardizowanych.

Wyżej wspomniane dyrektywy zostały jednak uchylone już po dekadzie. Przyjrzyjmy się zatem aktom prawnym uchwalonym w ich następstwie. Jak słusznie zauważa T. Nieborak, europejskie regulacje rynku kapitałowego z lat 90 XX wieku nie sprawdziły się. Były niespójne i skomplikowane, a państwa członkowskie opóźniały się z ich implementacją⁷⁸. Sytuacja ta spotkała się z reakcją polegającą na wzmożonej pracy komitetów eksperckich oraz uchwaleniu dyrektyw w ramach Planu Działania wobec Usług Finansowych, zwanym potocznie *FSAP* (*Financial Services Action Plan*)⁷⁹, przyjętego przez Komisję już w 1999 roku.

pochodne w postaci kontraktów stopy procentowej i kontraktów wymiany walutowej i opcji pozagiełdowych na akcje oraz zabezpieczonych gwarancji subskrypcyjnych. Nie ulega więc wątpliwości, że wprowadzając pozagiełdowe instrumenty finansowe prawodawca europejski ujmował rynek kapitałowy również, jako rynek prywatny w opisanym wyżej rozumieniu.

⁷⁸ T. Nieborak, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 245.

⁷⁹ Financial Services Action Plan (FSAP) to dokument przygotowany w maju 1999 r. przez Komisję Europejską w odpowiedzi na podnoszoną coraz częściej, z powodu przewlekłości procesu legislacyjnego, potrzebę zreformowania sektora usług finansowych, szczególnie w kontekście jego funkcjonowania w ramach jednolitego rynku wewnętrznego. FSAP można określić jako harmonogram przyjęcia przez Unię Europejską do końca 2005 r. ponad 40 aktów prawnych, wyznaczający 4 cele: stworzenie jednolitego rynku przepływów finansowych, utworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego, ustanowienie nowoczesnych regulacji ostrożnościowych i systemu nadzoru rynków finansowych, zmniejszenie różnic w systemach podatkowych i nadzoru korporacyjnego. Większość istotnych inicjatyw w ramach FSAP została już zrealizowana w formie dyrektyw lub rekomendacji. (<http://www.mf.gov.pl/index.php?const=1&dzial=568&wysw=2>). Do grupy dyrektyw FSAP zaliczane są:

a) UCITS – dyrektywa Rady z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (85/611/EWG) (Dz. Urz. WE L 375 z 31.12.1985, s. 3, z późn. zm.).

b) Dyrektywa w sprawie usług inwestycyjnych (ISD) – dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz. Urz. WE L 141 z 11.06.1993, s. 27, z późn. zm.).

c) Dyrektywa w sprawie dopuszczenia do obrotu – dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. UE L 184 z 06.07.2001, s. 1, z późn. zm.).

d) Dyrektywa w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń – dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 czerwca 2002 r. w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (Dz. Urz. UE L 168 z 27.06.2002, s. 43, z późn. zm.).

Na szczególną uwagę w pracach zakończonych uchwaleniem tych aktów zasługuje raport Komitetu Mędrców ds. Regulacji Rynków Papierów Wartościowych (ang. *Committee of Wise Men on Securities Markets Regulation*)⁸⁰.

Wśród dyrektyw zaliczanych do grupy *FSAP* na szczególną uwagę z punktu widzenia ustalenia zakresu rynku kapitałowego zasługują wyżej wymienione dyrektywy *Market Abuse* i *MIFID*. Dyrektywa *MIFID* nie może być omawiana w oderwaniu od swoich aktów wykonawczych, to jest dyrektywy Komisji nr 2006/73/WE⁸¹, zwanej *MIFID II* oraz ww. rozporządzenia *MIFID III*. Dyrektywa *MIFID* wraz z aktami wykonawczymi stanowi podstawę prawną funkcjonowania rynków kapitałowych państw Unii Europejskiej⁸². Sformułowane są one

e) Dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku (*Market Abuse*) – dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz. Urz. UE L 96 z 12.04.2003, s. 16, z późn. zm.).

f) Dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego – dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003, s. 64, z późn. zm.).

g) *MIFID* – dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1, z późn. zm.).

h) Dyrektywa o przejrzystości – dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390 z 31.12.2004, s. 38, z późn. zm.).

i) *MIFID* – rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L 241 z 02.09.2006, s. 1, z późn. zm.).

j) Przejrzystość – dyrektywa Komisji 2007/14/WE z dnia 8 marca 2007 r. ustanawiająca szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym (Dz. Urz. UE L 69 z 09.03.2007, s. 27).

Jak słusznie zauważa M. Lemmonier, wprowadziły one pięć definicji instrumentów finansowych, *op. cit.*, s. 194.

⁸⁰ zwany potocznie od nazwiska przewodniczącego – komisją Lamfalussy'ego.

⁸¹ Dyrektywa Komisji nr 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 roku wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. Urz. UE L 241/26.

⁸² w dniu 15 maja 2014 roku zostało uchwalone Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012. Wejdzie ono w życie 20 dnia po opublikowaniu w dniu 12 czerwca 2014 roku, a stosowane ma być z wyjątkiem enumeratywnie wymienionych przepisów

w ten sposób, że kwestie podstawowe regulowane są w dyrektywie *MIFID*, a zagadnienia szczegółowe poddane są regulacjom aktów wykonawczych. Dokonując całościowej oceny dyrektywy *MIFID*, T. Nieborak wskazał na jej *rewolucyjny charakter, wynikający przede wszystkim z innowacyjności przyjętych w niej rozwiązań, a także procesu legislacyjnego, który towarzyszył przyjmowaniu poszczególnych aktów prawnych*⁸³.

Dyrektywa *MIFID* uchyliła dyrektywę 93/22, co wywołało skutek w postaci zastąpienia pojęcia rynku używanego przez tamtą dyrektywę nowymi pojęciami wprowadzonym przez art. 4 pkt 14 i 15 dyrektywy *MIFID*. Konsekwencją tego jest zabieg polegający na zastąpieniu delegacji zawartych we wszystkich aktach prawnych odnoszących się do definicji rynku w dyrektywie 93/22 delegacją do definicji dyrektyw *MIFID*⁸⁴.

Art. 1 ust. 1 dyrektywy *MIFID* określa zakres jej regulacji ograniczając jej stosowanie do przedsiębiorstw inwestycyjnych i rynków regulowanych z zastrzeżeniem ustępu 2. Liczne wyłączenia jej stosowania zostały opisane w art. 2⁸⁵. Sam rynek został przez dyrektywę podzielony na rynek regulowany i wspomniany już *MTF*. Dyrektywa wprowadza oczywiście definicje obu tych pojęć⁸⁶.

Zgodnie z pkt 7 preambuły dyrektywy *MIFID*, jej celem jest objęcie regulacjami przedsiębiorstw, których głównym celem lub zakresem prowadzonej działalności gospodarczej jest świadczenie profesjonalnych usług inwestycyjnych

od 3 stycznia 2017 roku. Przepisy wymienione w art. 55 akapit 3 weszły w życie w dniu wejścia w życie samego rozporządzenia. Nie uwzględniłem ich jednak w tej pracy, gdyż w podstawowym zrebie została ona oddana jeszcze przed uchwaleniem MIFIR.

⁸³ T. Nieborak, *op. cit.*, Warszawa 2008, s. 264.

⁸⁴ M. Lemmonier, *op. cit.*, s. 199.

⁸⁵ Nie ma więc ona zastosowania między innymi do zakładów ubezpieczeń, osób, które świadczą usługi inwestycyjne wyłącznie na rzecz swoich przedsiębiorstw dominujących, ich podmiotów zależnych lub innych podmiotów zależnych tych przedsiębiorstw dominujących, osób, które świadczą usługi inwestycyjne polegające wyłącznie na administrowaniu programami pracowniczych udziałów kapitałowych i przedsiębiorstw wspólnego inwestowania i funduszy emerytalnych.

⁸⁶ Zgodnie z jej art. 4 ust. 1 pkt 14, *rynkem regulowanym jest wielostronny system realizowany i/lub zarządzany przez podmiot gospodarczy, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regulami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu dotyczącego instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na podstawie reguł i/lub systemów oraz które są uprawnione i funkcjonują w sposób systematyczny*.

Z kolei art. 4 ust. 1 pkt 15 wprowadza wskazane już wyżej pojęcie *MTF*, które definiuje, jako *wielostronny system, obsługiwany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, który kojarzy transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regulami innymi niż uznaniowe*. Na gruncie prawa polskiego *MTF* nazywane jest Alternatywnym Systemem Obrotu – ASO.

lub prowadzenie działalności inwestycyjnej. Podmiot świadczący usługi inwestycyjne to w języku dyrektywy przedsiębiorstwo inwestycyjne, które zgodnie z jej art. 4 ust. 1 pkt 1 należy rozumieć jako *każdą osobę prawną, której regularna działalność zawodowa lub gospodarcza polega na świadczeniu jednej lub większej liczby usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich i/lub prowadzeniu jednego, lub większej liczby zakresów działalności inwestycyjnej*. Takie przedsiębiorstwo inwestycyjne zajmuje się usługami i działalnością inwestycyjną, przez co dyrektywa rozumie usługi lub działalność wymienioną w sekcji A załącznika I do dyrektywy, a jednocześnie odnoszące się do wszelkiego rodzaju instrumentów wymienionych w sekcji C załącznika I. Analiza powyższych załączników nie pozostawia złudzeń, że kapitałowym rynkiem instrumentów finansowych również w rozumieniu tej dyrektywy, jest też rynek niezorganizowany⁸⁷. Jest tak, ponieważ przez działalność i usługi inwestycyjne dyrektywa rozumie również usługi odnoszące się do instrumentów, które z natury nie są przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym, a to instrumentów rynku pieniężnego instrumentów typu *swap* będących typowymi umowami zawieranymi na rynku prywatnym⁸⁸. Widzimy więc, że na gruncie analizowanych przepisów rynek kapitałowy nie wyczerpuje się na rynku zorganizowanym⁸⁹.

⁸⁷ W załącznikach tych znajdujemy elementy, które nie mogą ze względu na swoją naturę odnosić się do rynku zorganizowanego. W sekcji C załącznika I znajdują się pkt 7, który odnosi się do innych, niż wymienione w pkt 6 (a więc dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym i *MTF*) instrumentów finansowych. Z kolei pkt 10 stanowi wprost o instrumentach, które ocenia się z uwzględnieniem, czy są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub *MTF*, a więc dopuszcza, że mogą być one przedmiotem obrotu również poza tymi rynkami, a więc na rynku niezorganizowanym.

⁸⁸ Również zastrzeżenie zawarte w punkcie 6 sekcji C odnoszące się tylko do instrumentów w tym punkcie wymienionych *pod warunkiem, że są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub MTF* sugeruje, że warunek ten nie odnosi się do instrumentów wymienionych w innych punktach sekcji C. Wreszcie punkt 10 sekcji C odnosi się do *wszelkiego rodzaju innych kontraktów na instrumenty pochodne [...], które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych, uwzględniając, między innymi, czy podlegają one obrotowi na rynku regulowanym lub MTF [...]*. Dyrektywa do instrumentów finansowych zalicza więc także instrumenty, które nie występują ani na rynku regulowanym, ani na MTS, a więc na rynku zorganizowanym. Innymi słowy wprost uznaje za instrumenty finansowe instrumenty występujące poza rynkiem zorganizowanym, a więc na rynku prywatnym.

Zważywszy, że usługi inwestycyjne mogą odnosić się do instrumentów rynku prywatnego, a świadczone są w przez podmioty, którym przypisać w takiej sytuacji można miano przedsiębiorstw inwestycyjnych, to jest oczywiste w świetle pkt 7 preambuły do dyrektywy *MIFID*, że dyrektywa ta odnosi się również do działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych na rynku prywatnym, co wzmacnia jedynie powyższą argumentację.

⁸⁹ Twierdzenie to byłoby jednak nieściśle bez dwóch zastrzeżeń. Po pierwsze, jedną ze stron transakcji zawieranej na rynku niezorganizowanym powinno być przedsiębiorstwo inwestycyjne.

Kolejnym przepisem prawa europejskiego wprost zaliczającym do rynku kapitałowego również rynek niezorganizowany jest art. 9 ust. 2 dyrektywy *market abuse*, która wymusza swoje stosowanie również do instrumentów finansowych, które nie zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lecz których wartość zależy od instrumentów, które zostały do niego dopuszczone. Wskazać tylko należy, że w czasie uchwalania dyrektywy *market abuse* nie istniało jeszcze pojęcie *MTF*, więc rynek regulowany pokrywał się z rynkiem zorganizowanym.

Argumentując dalej wskazać trzeba wreszcie pkt 5 preambuły do rozporządzenia 1287/2006, które również jest aktem wykonawczym *MIFID*. Stanowi on jasno, że system ustanowiony dyrektywą *MIFID*, określający wymagania przejrzystości w odniesieniu do transakcji na akcjach dopuszczonych do obrotu na rynkach regulowanych, służy temu, by inwestorzy byli należycie informowani o prawdziwej skali rzeczywistych i potencjalnych transakcji na takich akcjach, o tym, *czy transakcje takie odbywają się na rynkach regulowanych, wielostronnych platformach obrotu (dalej zwanych MTF), czy zawierane są za pośrednictwem podmiotów systematycznie internalizujących transakcje (systematic internalisers⁹⁰), czy też odbywają się poza wymienionymi platformami obrotu*. Analiza tego punktu skłania do wniosku, że hipotezą rozporządzenia jest objęty obrót nie tylko na rynku regulowanym i *MTS* oraz platformie obrotu realizowanej przez podmiot prywatny, ale i poza jakąkolwiek zorganizowaną formą obrotu, nawet prywatną, a więc na rynku niezorganizowanym⁹¹.

Po drugie, transakcja ta musi być uznana za jedną z usług lub przejawów działalności inwestycyjnej w rozumieniu dyrektywy *MIFID*. Tylko w takiej sytuacji umowie zawartej poza rynkiem zorganizowanym, której przedmiotem są walory opisane jako instrumenty finansowe, będzie mógł przysługiwać walor umowy zawartej na rynku instrumentów finansowych, a więc na rynku kapitałowym. Tylko bowiem przy spełnieniu tych dwóch zastrzeżeń, dany papier wartościowy lub umowa staje się instrumentem finansowym.

⁹⁰ Definicja podmiotu internalizującego transakcje znajduje się w art. 21 Rozporządzenia Komisji nr 1287/2006. Zgodnie z tym przepisem podmiotem takim jest przedsiębiorstwo inwestycyjne, które prowadzi transakcje na własny rachunek, realizując zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym lub *MTF* (a więc rynkiem zorganizowanym), jeśli spełnia podane w tym przepisie kryteria.

⁹¹ O sytuacji, w której przedsiębiorstwo inwestycyjne dokonuje na własny rachunek z klientem transakcji poza rynkiem zorganizowanym, stanowi również art. 21 ust. 1, 2 i 3 tego rozporządzenia. Znajdujemy o tej sytuacji wzmiankę również w pkt 6 preambuły do dyrektywy *MIFID*, który z systemu rynku regulowanego i *MTS* wyłącza sytuacje, w której przedsiębiorstwo inwestycyjne zawiera transakcję na własny rachunek, a nie jako wolny od ryzyka kontrahent pośredniczący w zawarciu transakcji między sprzedającym i kupującym. Skoro w dalszym ciągu podmiotowi takiemu przysługuje statut przedsiębiorstwa inwestycyjnego, to znaczy, że przedmiotem transakcji jest instrument finansowy, a transakcja mieści się w kanonie usług inwestycyjnych lub jest przejawem działalności inwestycyjnej. Oznacza to, że zawarta jest na rynku kapitałowym, lecz poza jego zorganizowaną częścią. Transakcja taka zawarta jest więc na rynku niezorganizowanym.

Powyższe przepisy stanowią jedynie wybrane przykłady. Ich analiza skłania do wniosku, że rynkiem kapitałowym w rozumieniu prawodawcy europejskiego jest rynek instrumentów finansowych, które mają taki status zarówno na rynku regulowanym i MTS, które to rynki tworzą wspólnie rynek zorganizowany⁹², jak również poza którąkolwiek z tych płaszczyzn obrotu, a więc na rynku prywatnym. Bliższe określanie natomiast samych definicji rynku regulowanego i MTS nie jest w tym miejscu niezbędne⁹³.

1.3.2.2. Rynek kapitałowy w prawie polskim

1.3.2.2.1. Rynek instrumentów finansowych

Polskie prawo rynku kapitałowego charakteryzuje się innym rozkładem ciężaru definicji, niż prawo europejskie. Podobnie, jak w prawie europejskim, tak i na gruncie prawa polskiego stosowane definicje nie są idealne i pomijają pewne elementy. Wydaje się jednak, że postawiona wcześniej teza o tym, że rynek kapitałowy nie mieści się w ramach rynku zorganizowanego i wykracza z niego obejmując również rynek bilateralny, którą starałem się poprzeć analizując przepisy wskazanych dyrektyw i rozporządzeń, daje się również utrzymać w polskim porządku prawnym. Jej poparciu będzie poświęcona duża część poniższych wywodów, które z jednej strony mają na celu omówienie definicji rynku kapitałowego, a z drugiej refleksję nad zakresem jego najważniejszej części, jaką jest rynek instrumentów finansowych.

W pierwszej kolejności zaznaczyć należy, że definicji rynku kapitałowego próżno szukać w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Definiuje ona jedynie rynek zorganizowany i jego poszczególne elementy, a w zakresie rynku kapitałowego odsyła do ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁹⁴. Rynek kapitałowy został określony pośrednio przez jej art. 2 pkt 6. Zgodnie z tą definicją składa się on z trzech segmentów. Pierwszym jest rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych⁹⁵. Drugi segment stanowi rynek usług świad-

⁹² zaznaczyć należy, że MIFID nie posługuje się pojęciem rynku zorganizowanego a stanowi jedynie o rynku regulowanym i MTS. Niemniej te dwa rodzaje rynków tworzą pewną całość, która dobrze na gruncie prawa polskiego została określona właśnie jako rynek zorganizowany. Stąd też używam tego pojęcia również do opisanego rynku regulowanego i MTS na gruncie prawa europejskiego.

⁹³ Zostaną one przedstawione na przykładzie polskich regulacji w rozdziale II.

⁹⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku, Dz. U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1537.

⁹⁵ W zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

czonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje zbiorowego inwestowania⁹⁶. Trzeci segment tworzy rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych⁹⁷.

Analiza tego przepisu wymusza zadanie identycznego pytania, co przy art. 1 pkt 2 u.n.r.f., który określił rynek finansowy przez wymienienie pól nadzoru nad tym rynkiem. Biorąc pod uwagę zastosowaną technikę legislacyjną, identyczny czas, w jakim ustawy te zostały uchwalone, ich silne związki z innymi ustawami, które weszły w życie w lecie 2005 roku, uznać można, że odpowiedź udzielona na gruncie u.n.r.f. jest aktualna również na gruncie u.n.r.k. Tak więc zasadne jest przyjęcie, że polski rynek kapitałowy został określony przez określenie pól nadzoru nad nim. M. Wędrychowski jest zdania, że rynek kapitałowy składa się z trzech wyżej wymienionych segmentów, ale tylko w zakresie, w jakim mają do niego zastosowanie przepisy ustaw o ofercie publicznej, o obrocie instrumentami finansowymi, o funduszach inwestycyjnych i giełdach towarowych⁹⁸.

Pierwszym i najważniejszym jest segment instrumentów finansowych w zakresie, w jakim mają do niego zastosowanie przepisy u.o.i.f. lub u.o.p. W związku z tym, że zakres przedmiotowy regulacji tych dwóch ustaw nie jest identyczny, postawić należy pytanie, czy u.n.r.k. przez rynek instrumentów finansowych rozumie zarówno rynek instrumentów finansowych w zakresie regulowanym przez u.o.i.f., jak i rynek instrumentów finansowych w zakresie regulowanym przez u.o.p. (zakres szeroki), czy też jedynie rynek instrumentów finansowych w zakresie będącym w polu wspólnej regulacji tych dwóch ustaw (zakres wąski).

Odpowiedź na to pytanie wydaje się oczywista. Tylko wyżej wskazany szeroki zakres daje się utrzymać. Teza przeciwna prowadziłaby do absurdu skutku. Rynkiem kapitałowym byłby bowiem tylko rynek pierwotny (obejmujący pierwszą ofertę publiczną) na rynku zorganizowanym, a więc objęty zakresem regulacji u.o.p. W takiej sytuacji nawet obrót wtórny na rynku zorganizowanym pozostawiony byłby

⁹⁶ w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych.

⁹⁷ Ustawa z dnia 26 października 2000 roku o giełdach towarowych, Dz.U. 2000 nr 103 poz. 1099 z p. zm.

⁹⁸ M. Wędrychowski [w:] M. Wierzbowski i inni (red.), *Prawo..., U.n.r.k.*, s. 1770. Uwaga tego autora może być rozumiana na dwa sposoby. Pierwszym jest przyjęcie, że rynek kapitałowy zawęża się do przedmiotu regulacji wspólnego dla wszystkich wymienionych ustaw łącznie. Problem w tym, że takiego przedmiotu regulacji wspólnego dla wszystkich tych ustaw w zasadzie brak, a przynajmniej nie w znaczeniu pozwalających na zbudowanie jakiegokolwiek racjonalnej definicji rynku kapitałowego. Druga możliwa interpretacja prowadzi natomiast do przyjęcia dla każdego z segmentów ograniczenia przedmiotowego właściwego dla każdej z tych ustaw. Nie mam wątpliwości, że autor miał na myśli właśnie to drugie rozwiązanie. W takim kontekście z autorem tym należy się zgodzić.

już poza zakresem rynku kapitałowego. Przyjąć więc należy, że rynkiem kapitałowym jest w rozumieniu u.n.r.k. jest⁹⁹ rynek instrumentów finansowych w zakresie regulacji u.o.i.f. oraz u.o.p. w zakresie właściwym dla każdej z tych ustaw z osobna¹⁰⁰.

Dla ustalenia zakresu przedmiotowego kapitałowego rynku instrumentów finansowych kluczowe znaczenie będzie zatem miała u.o.i.f.¹⁰¹. Bardzo istotny jest więc jej zakres przedmiotowy. Art. 1 u.o.i.f. stanowi, że ustawa reguluje zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie¹⁰². Zwrócić należy uwagę, że zakres stosowania ustawy nie został zawężony do rynku regulowanego czy nawet zorganizowanego. Zgodnie z art. 1 tej ustawy przedmiotem jej regulacji są czynności odnoszące się do obrotu instrumentami finansowymi bez względu na płaszczyznę tego obrotu.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi w żadnym przepisie nie wprowadza obowiązku, by obrót nimi dokonywany musiał być na rynku regulowanym¹⁰³ bądź w alternatywnym systemie obrotu¹⁰⁴. Większość dotychczasowych wypowie-

⁹⁹ obok dwóch pozostałych segmentów.

¹⁰⁰ Nie ulega wątpliwości, że zakres przedmiotowy regulacji u.o.p. jest węższy. Zwrócić należy uwagę na odesłanie w zakresie znaczenia pojęcia instrumentu finansowego do u.o.i.f., które zawiera art. 4 pkt 8 u.o.p. Spod zakresu regulacji u.o.p. zostały jednak wyłączone instrumenty rynku pieniężnego, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. „b” u.o.i.f. oraz bankowe papiery wartościowe i inne papiery o charakterze nie udziałowym, o których mowa w art. 2 ust. 3 u.o.p. W pozostałym zakresie odnosi się do tych samych instrumentów finansowych, ale na etapie ich publicznego proponowania, przez które rozumie proponowanie odpłatnego nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata. Zgodnie z art. 3 ust. 2 tej ustawy, publiczne proponowanie może być dokonywane jedynie w drodze oferty publicznej. Pod tym pojęciem rozumie się udostępnianie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych.

¹⁰¹ Ona bowiem definiuje to pojęcie, a do niej w tym zakresie odwołują się i u.o.p. i u.n.r.k.

¹⁰² Z kolei ust. 2 tego artykułu wyłącza spod przedmiotu regulacji tej ustawy weksle i чеки. Znaczenie tego wyłączenia będzie przedstawione nieco niżej.

¹⁰³ Zgodnie z art. 14 ust. 1 u.o.i.f. rynkiem regulowanym, w rozumieniu ustawy, jest *działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany*. Rynek regulowany, jak już była o tym mowa, dzieli się z kolei na rynek giełdowy i pozagiełdowy.

¹⁰⁴ Zgodnie z art. 3 pkt 2 u.o.i.f. alternatywny system obrotu (ASO) to *organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wie-*

dzi zdaje się jednak całkowicie pomijać kwestie związane z obrotem niezorganizowanym tak, jakby kapitałowy rynek instrumentów finansowych ograniczał się jedynie do rynku zorganizowanego¹⁰⁵. Tymczasem analiza u.o.i.f. i aktów prawa europejskiego rodzi odmienne wnioski. Prawdziwa jest więc teza, że u.o.i.f. ma, choć w ograniczonym zakresie, zastosowanie do obrotu instrumentami finansowymi również na rynku niezorganizowanym, o ile jedną ze stron transakcji jest firma inwestycyjna¹⁰⁶. Na poparcie tej tezy przytoczyć można liczne, poza wskazanymi już w poprzednim punkcie odnoszącym się do prawa europejskiego, argumenty wynikające z wykładni literalnej, systemowej i funkcjonalnej.

Przybliżyć więc należy poszczególne przepisy, które wprost przewidują dokonywanie transakcji na niezorganizowanym rynku instrumentów finansowych. Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym definiuje przecież pojęcie rynku instrumentów finansowych poprzez odesłanie do hipotez norm ustaw o obrocie instrumentami finansowymi oraz o ofercie publicznej.

Pierwszy z nich znajdujemy już na samym początku. Argumenty przemawiające za zaliczeniem rynku niezorganizowanego do rynku kapitałowego znajdują się już w art. 1 u.o.i.f. Zakres przedmiotowy tej ustawy jest ujęty szeroko¹⁰⁷. Tym bardziej znamieny jest art. 1 ust. 2 ustawy u.o.i.f., który zawiera dziw-

lostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami; nie stanowi alternatywnego systemu obrotu rynek organizowany przez Narodowy Bank Polski, jak również organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu.

¹⁰⁵ M.in. choć nie wprost A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 31 i n.; A. Chłopecki, SPP, t. XIX, s. 749 -751, 761 i n., a przede wszystkim s. 764 i n.; M. Wierzbowski, P. Wajda [w:] M. Wierzbowski i n. (red.), *Prawo..., U.o.i.f.*, s. 549. Ci ostatni autorzy piszą, że mówiąc o zakresie przedmiotowym [ustawy o obrocie – A.J.] należy wskazać, że ustawa ta znajduje zastosowanie do obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, który to obrót ma miejsce w ramach zorganizowanego rynku (w obrębie rynku regulowanego albo też ASO), z którym to poglądem z racji wyżej wskazanych argumentów nie należy się zgodzić.

¹⁰⁶ Ujmując rzecz od drugiej strony, dana transakcja mająca za przedmiot papier wartościowy albo też umowa o charakterze pochodnym będzie uznana za transakcję, której przedmiotem jest instrument finansowy, zawartą na rynku kapitałowym, jeżeli jedną ze stron tej transakcji będzie podmiot, któremu przysługiwać może status firmy inwestycyjnej, a transakcja ta może być uznana za usługę inwestycyjną bądź przejaw działalności inwestycyjnej.

¹⁰⁷ Reguluje ona zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie. Próżno w tym sformułowaniu szukać ograniczenia obrotu do rynku zorganizowanego. Wprost przeciwnie, znajdujemy odesłanie do definicji instrumentów finansowych, które jak zostało wykazane wyżej, zostały przewidziane również do obrotu na rynku niezorganizowanym. Stanowisko to umacnia się po przytoczeniu poniższego argumentu wynikającego z analizy art. 1 ust. 2 u.o.i.f.

ne z pozoru wyłączenie. Stanowi bowiem, że ustawy nie stosuje się do weksli i czeków. Zastanowić się należy (w świetle rozważań o zakresie rynku instrumentów finansowych), czy przepis ten jest w ogóle potrzebny. Uznać by można, że skoro ustawa stanowi o zasadach obrotu instrumentami finansowymi, ma zastosowanie do tych walorów, które sama arbitralnie w poczet instrumentów finansowych zalicza. Wystarczyło więc w art. 3 nie wymieniać weksli i czeków w gronie papierów wartościowych uznanych za instrumenty finansowe. Ich brak w tym katalogu mógłby przesądzać sprawę. Jednak takie ogólne wyłączenie zawarte już w art. 1 może mieć swoje źródło w tym, że art. 3 pkt 1 lit. a wspomina o zbywalnych papierach wartościowych inkorporujących prawo wynikające z zaciągnięcia długu¹⁰⁸.

Idąc dalej, zastanowić się należy, czy wyłączenie weksli i czeków spod zakresu regulacji u.o.i.f. zostało słusznie dokonane już w jej artykule pierwszym. Skoro weksle i чеки są instrumentami rynku pieniężnego, być może wystarczyłoby ich wyłączenie z zakresu pojęcia art. 3 pkt 28 – instrumenty rynku pieniężnego. Wydaje się, że zabieg taki¹⁰⁹ jest jednak celowym zachowaniem ustawodawcy¹¹⁰. Chęć całkowitego wyeliminowania weksli i czeków z grupy instrumentów finansowych została więc sprawnie osiągnięta poprzez wyciągnięcie tego wyłączenia przed nawias definicji instrumentów finansowych. Takie wyłączenie rodzi oczywiście konieczność wyciągnięcia wniosku, że rynek pieniężny nie mieści się całkowicie w rynku kapitałowym w rozumieniu u.n.r.k.¹¹¹. Ważnymi instrumentami rynku pieniężnego są bowiem weksle i чеки, o czym mowa

¹⁰⁸ Wydaje się, że brak odrębnego wyłączenia weksli i czeków spod hipotezy ustawy daje prawo do uznania, że mieszczą się one w tej kategorii w sytuacji, gdy są wystawione pomiędzy firmą inwestycyjną, a klientem. Ze względu na swoją naturę weksle i чеки nie mogłyby być jak się wydaje przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym. Skoro ustawodawca zdecydował się je wyłączyć spod hipotezy ustawy, świadczy to o tym, że brak takiego wyłączenia powodować mógłby uznanie ich za instrumenty finansowe na rynku niezorganizowanym. Wspiera to stanowisko opowiadające się za szerokim rozumieniem rynku kapitałowego instrumentów finansowych, jako obejmującego również rynek niezorganizowany, o ile jedną ze stron transakcji jest firma inwestycyjna, a transakcja może zostać zaliczona w poczet usług lub przejawów działalności inwestycyjnej.

¹⁰⁹ mowa o wyłączeniu weksli i czeków już w art. 1 ust. w u.o.i.f.

¹¹⁰ Weksle i чеки są bowiem zaliczane do instrumentów rynku pieniężnego, ale nie wyczerpują się na nim, to znaczy możliwe jest wystawienie takiego weksla albo czeku, który ze względu choćby na termin realizacji nie będzie mógł zostać zaliczony do instrumentów rynku pieniężnego, a mógłby – w braku wyłączenia art. 1 ust. 2 – zostać uznany za inny instrument finansowy, gdyby został wystawiony przez firmę inwestycyjną w ramach jej działalności inwestycyjnej. Weksle i чеки mieszczą się bowiem, o czym była już mowa, w grupie zbywalnych papierów wartościowych inkorporujących prawo wynikające z zaciągnięcia długu.

¹¹¹ co jest jasne w świetle wcześniejszych uwag poczynionych w odniesieniu do rynku pieniężnego.

była już wyżej. Papiery te wyłączone jednak zostały z grupy instrumentów rynku pieniężnego w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (art. 3 pkt 28 u.o.i.f.)¹¹².

Kolejna wskazówka dotycząca szerokiego zakresu rynku kapitałowego znajduje się już w kolejnym przepisie u.o.i.f. Art. 2 ust. 1 pkt. 2 lit. „f” stanowi, że instrumentami finansowymi są między innymi instrumenty niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym ani na ASO. Skoro pojęcia rynku regulowanego i ASO wyczerpują pojęcie rynku zorganizowanego, jasne być musi, że obrót instrumentami tam niedopuszczonymi odbywa się w innym reżimie, który w przeciwieństwie do rynku zorganizowanego nazwać należy właśnie rynkiem niezorganizowanym¹¹³. Z argumentem tym trudno w zasadzie polemizować.

¹¹² Za niepotrzebne uznać należy z kolei wyłączenie weksli i czeków znajdujące się w art. 2 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej. Skoro bowiem ta ustawa pod pojęciem papierów wartościowych rozumie papiery wartościowe zdefiniowane w u.o.i.f., a spod hipotezy tej ostatniej weksle i чеки wyłączono, to wyłączenie w u.o.p. wydaje się zbędne. Jak wskazuje M. Wierzbowski (vide M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo..., U.o.i.f.*, s. 5), intencją ustawodawcy było wyeliminowanie oferty krótkoterminowych weksli emitowanych seriami, których funkcja ekonomiczna zbliżona jest do papierów dłużnych (obligacji). Autor wskazuje, że emitowanie weksli, jako *commercial papers* było popularne, ale zostało zarzucone ze względu na konieczność uiszczenia podatku od czynności cywilnoprawnych przy wystawieniu weksla. Ta ostatnia uwaga, jakkolwiek cenna z praktycznego punktu widzenia, nie może jednak w świetle powyższych stwierdzeń rozwiązywać sprawy. Wprost przeciwnie. Potwierdza niejako *superfluum* ustawodawcy poprzez pośrednie uznanie weksli za „inne papiery wartościowe” w rozumieniu u.o.i.f.

¹¹³ Pozostała część definicji wymieniającej grupy instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi zawiera jeszcze jedną wskazówkę. Jedynie bowiem art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. „e” ustawy zawiera zawężenie kręgu instrumentów finansowych w postaci kryterium dopuszczenia ich do obrotu na rynku regulowanym lub ASO. Wynika to ze specyficznego rodzaju instrumentów bazowych dla instrumentów w tym punkcie opisanych. Skutkiem logicznym takiego zabiegu jest przyjęcie, że wszystkie pozostałe instrumenty wymienione jako niebędące papierami wartościowymi mogą występować zarówno w obrocie zorganizowanym, jak i niezorganizowanym. Innymi słowy, ustawa wprowadza zasadę, że tylko część z wymienionych przez nią instrumentów finansowych musi być przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym. Racjonalny ustawodawca, gdyby uznawał, jak wspomniani wyżej autorzy, że wszystkie instrumenty występują jedynie na rynku zorganizowanym, w ogóle by takiego ograniczenia nie wprowadził. Jeśli tak, przyjąć należy zasadę, że swobody rynku, która odnosi się również do możliwości występowania instrumentów finansowych poza rynkiem zorganizowanym (który ciągle jest rynkiem kapitałowym). Oczywiście, wystandaryzowane instrumenty finansowe, będące zdematerializowanymi papierami wartościowymi ze względu na ich naturę występować będą jedynie na rynku zorganizowanym, co nie oznacza jednak, że pozostałe instrumenty finansowe nie mogą występować poza nim.

Zwrócić należy również uwagę na oczywisty brak analogicznego wyłączenia przy definicji papierów wartościowych, zawartej w art. 3 pkt 1 lit. „a”. Te walory są papierami wartościowymi w rozumieniu ustawy, a więc instrumentami finansowymi, bez względu na platformę obrotu.

Innym przykładem jest art. 7 ust. 5b u.o.i.f., który odnosi się do możliwości zbycia instrumentów finansowych będących papierami wartościowymi poza rynkiem zorganizowanym. Przepis ustawy wprost dopuszcza więc obrót instrumentami finansowymi poza rynkiem zorganizowanym. To samo powiedzieć można o art. 48 ust. 10 pkt 1 i 2 u.o.i.f., które stanowią, że spółka, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych przekazał wykonywanie określonych w ustawie zadań, może dokonywać rozrachunku transakcji zawieranych poza obrotem zorganizowanym, jak też może również rozliczać transakcje zawierane poza obrotem zorganizowanym oraz prowadzić system zabezpieczania płynności rozliczeń takich transakcji¹¹⁴.

Wskazane wyżej przepisy są jedynie przykładami. W ich świetle wydaje się jasne, że rynek instrumentów finansowych i rynek zorganizowany nie są tym samym. Segment rynku kapitałowego, jakim jest rynek instrumentów finansowych jest zdecydowanie szerszy od rynku zorganizowanego. Pociąga to za sobą wiele konsekwencji związanych między innymi z szczególnego rodzaju relacjami między firmami inwestycyjnymi, a ich klientami na rynku niezorganizowanym. Wyżej starałem się jedynie wykazać zasadność wspomnianej tezy. Struktura rynku zorganizowanego przedstawiona zostanie w rozdziale II, a pojęcie instrumentów finansowych w rozdziale III. Dla pełnego obrazu rynku kapitałowego przedstawię najważniejsze jedynie informacje o jego pozostałych dwóch segmentach.

1.3.2.2.2. Rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i instytucje wspólnego inwestowania

Art. 2 pkt 6 u.n.r.k., jak już była o tym mowa, zdefiniował polski rynek kapitałowy. Powyżej starałem się przedstawić ramy jego pierwszego segmentu – rynku instrumentów finansowych. Drugim elementem rynku kapitałowego jest rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje zbiorowego inwestowania, w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych¹¹⁵. Szczegółowy opis tej części rynku kapitałowego jest wykracza poza przyjęty zakres niniejszej pracy. W tym miejscu przedstawię tylko fragmentarycznie te informacje, które świadczą za przyjętą tezę, że kapitałowy rynek instrumentów finansowych jest szerszy od rynku zorganizowanego w rozumieniu u.o.i.f.

¹¹⁴ W tym miejscu przypomnieć jedynie można, poprzez odesłanie, o wnioskach wyciągniętych na gruncie analizy aktów prawa europejskiego, co miało miejsce wyżej.

¹¹⁵ zarówno ten segment rynku kapitałowego, jak i rynek towarów giełdowych nie są poddane głębszej refleksji ze względu na tematykę opracowania oraz przyjęte ramy objętościowe.

Na uwagę zasługuje jednakże definicja niewystandaryzowanych instrumentów pochodnych zawarta w art. 2 pkt 19 u.f.i. Zgodnie z tym przepisem są nimi instrumenty pochodne, które są przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym, a ich treść jest lub może być przedmiotem negocjacji między stronami. Definicja, ta sama w sobie, pozwoliłaby już uznać, że rynek kapitałowy w rozumieniu art. 2 pkt 6 lit. „b” u.n.r.k. traktowany jest szerzej od rynku zorganizowanego tylko w sytuacji, gdy uznamy, że umowy mające za przedmiot niewystandaryzowane instrumenty pochodne zaliczone być mogą w poczet usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje zbiorowego inwestowania. Wydaje się jednak, że pod pojęciem tych usług ustawodawca nie miał na myśli rodzajów umów zawieranych przez fundusze w odniesieniu do ich działalności inwestycyjnej a usług świadczonych na rzecz członków funduszu doradztwa, pośredniczenia itp. Jednakże nie wolno zapominać o wnioskach wysnutych na podstawie analizy pojęcia rynku instrumentów finansowych. Fundusz inwestycyjny dokonujący transakcji mającej za przedmiot niewystandaryzowany instrument pochodny jest instytucją finansową dokonującą czynności inwestycyjnej w rozumieniu u.o.i.f. poza rynkiem zorganizowanym a przedmiot tej umowy – niewystandaryzowany pochodny instrument finansowy jest jednym z pochodnych instrumentów finansowych w rozumieniu u.o.i.f. Pozwala to wysnuć wniosek, że działalność inwestycyjna funduszy inwestycyjnych prowadzona poza rynkiem zorganizowanym jest elementem niezorganizowanego rynku kapitałowego, gdyż jej przedmiotem są instrumenty pochodne, nie będące prawami pochodnymi w rozumieniu u.o.i.f.

1.3.2.2.3. Rynek towarów giełdowych

Ostatnim segmentem rynku kapitałowego w rozumieniu u.n.r.k. jest rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych. Definicja towarów giełdowych znajduje się w art. 2 ust. 2 ustawy o giełdach towarowych. Zgodnie z tym przepisem towarami giełdowymi są wymienione w ustawie towary dopuszczone do obrotu na danej giełdzie towarowej lub do obrotu zorganizowanego zgodnie z odrębnymi przepisami. Z kolei przez giełdę towarową ustawa rozumie zespół osób, urządzeń i środków technicznych zapewniający wszystkim uczestnikom obrotu jednakowe warunki zawierania transakcji giełdowych oraz jednakowy dostęp w tym samym czasie do informacji rynkowych, a w szczególności do informacji o kursach i cenach towarów giełdowych oraz o obrotach towarami giełdowymi¹¹⁶.

¹¹⁶ Art. 2 pkt. 1 u.g.t.

Również w tym segmencie rynku kapitałowego dokonuje się obrót prywatny będący przeciwstawieniem tego, który ma miejsce na giełdzie towarowej. Przykładem uregulowania umowy zawartej poza giełdą jest art. 5 ust. 3 pkt 2 u.g.t., który stanowi, że spółka prowadząca giełdę towarową może dokonywać rozliczeń transakcji zawartych poza giełdą przez będące jej członkami przedsiębiorstwa energetyczne pod warunkiem, że regulamin giełdy określi zasady dokonywania rozliczeń takich transakcji. Dla przypomnienia jedynie wskazać należy, że w rozumieniu ustawy przedmiotem transakcji są właśnie towary giełdowe.

Innym przykładem jest art. 3 ust. 3 w zw. z ust. 1 u.g.t. Stanowi on, że towary giełdowe w postaci niebędących instrumentami finansowymi praw majątkowych, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń, lub od ceny lub wartości praw majątkowych, o których mowa w art. 2 pkt 2 lit. „d” ustawy o giełdach towarowych, mogą być przedmiotem obrotu dokonywanego poza giełdą, do obrotu na której zostały dopuszczone – w postępowaniu likwidacyjnym, upadłościowym lub egzekucyjnym.

W związku z powyższym skoro towary giełdowe mogą być przedmiotem obrotu poza giełdą uznać należy, że również rynek towarowy stwarza podstawy do przyjęcia, że rynek kapitałowy i w tym segmencie jest szerszy od giełdy, jako zorganizowanej platformy handlu.

1.4. Podstawowy cel regulacji rynku kapitałowego

Podstawowym, choć oczywiście nie jedynym, celem regulacji prawnych rynku kapitałowego jest ochrona inwestora¹¹⁷. Stanowi o tym pkt 2 preambuły do dyrektywy *MIFID*. Potrzeba ta była podstawową przesłanką uchylecia dyrektywy 93/22/EWG i uchwalenia dyrektywy *MIFID*. W punkcie 2 preambuły czytamy, że *w ostatnich latach na rynkach finansowych uaktywniła się znaczna liczba inwestorów, którzy są adresatami coraz bardziej kompleksowych usług i instrumentów o szerokim zakresie*. Wobec tego wspólnotowe ramy prawne powinny obejmować pełny zakres działań kierowanych do inwestorów. W związku z tym konieczne jest zapewnienie poziomu ujednolicenia regulacji niezbędnego do zaoferowania inwestorom wyższego poziomu ochrony oraz umożliwienie przedsiębiorstwom inwestycyjnym świadczenia usług w całej Wspólnocie, będącej rynkiem jednolitym, w oparciu o nadzór kraju rodzimego. Zasadę tę potwierdza również między innymi pkt 31 preambuły, stanowiąc, że jednym z celów dyrektywy *MIFID* jest

¹¹⁷ A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 1 i 2.

ochrona inwestorów. Środki ochrony inwestorów należy dostosować do szczegółowej charakterystyki każdej z kategorii inwestorów (detaliczni, branżowi, oraz kontrahenci)¹¹⁸.

Pod szczególną ochroną prawodawcy europejskiego znajdują się inwestorzy będący klientami detalicznymi w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Z tego względu nacisk położony jest na przerzucenie części ryzyka na profesjonalną stronę relacji inwestora z firmą inwestycyjną, co osiągnięte jest często również za pomocą norm semiimperatywnych¹¹⁹. Ważnym elementem tego rozumowania jest również tworzenie regulaminów, które mają zastosowanie nie tylko między podmiotami, które je wydały, a ich kontrahentami, ale również pomiędzy podmiotami, do których kierują swoje normy, a ich kontrahentami¹²⁰. Inwestorów nieprofesjonalnych nie można mylić jednak z konsumentami w rozumieniu art. 22¹ k.c., gdyż mogą to być osoby inne, niż fizyczne. Zakres tych dwóch pojęć częściowo może się pokrywać, niemniej nie należy ich ze sobą utożsamiać¹²¹. Rzecz jasna, inwestor nieprofesjonalny, będący jednocześnie konsumentem, korzystał będzie z norm ochronnych właściwych dla obu tych statusów.

Jak słusznie wskazuje A. Chłopecki¹²², do podstawowych zagrożeń czyhających na inwestora zaliczyć można nieuzyskanie właściwej informacji w zakresie niezbędnym do podjęcia trafnej decyzji inwestycyjnej, utraty kapitału, niewłaściwe zarządzanie powierzonym kapitałem i narzucanie inwestorowi niekorzystnych dla niego warunków umownych. W celu realizacji założeń ochronnych, ustawodawca posłużył się metodą cywilnoprawną, administracyjnoprawną i karną¹²³. Zdecydowanie przeważać zdaje się metoda administracyjna. Jest to przejawem przyjęcia przez prawodawcę europejskiego i ustawodawców krajowych operacyjnego modelu regulacji, który zdecydowanie przeważa nad modelem normatywnym. Regulacja obrót instrumentami finansowymi składa się w przeważającej mierze z norm mających na celu organizację obrotu, natomiast przepisy odnoszące się do przedmiotu tegoż obrotu, a więc do instrumentów finansowych należą do rzadkości¹²⁴.

Celem tworzenia prawa rynku kapitałowego jest również zabezpieczenie rynku przed dokonywaniem nadużyć finansowych oraz działaniem przestępczości zorganizowanej¹²⁵. Za etap przełomowy w tym aspekcie należy uznać

¹¹⁸ *Vide* T. Nieborak, *op. cit.*, s. 260-262.

¹¹⁹ A. Chłopecki, *SPP*, t. XIX, s. 758.

¹²⁰ *Ibidem*.

¹²¹ *Ibidem*.

¹²² A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 1-2.

¹²³ Więcej, K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 1 i n.

¹²⁴ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 23, 67, 180 i n., 213.

¹²⁵ T. Nieborak, *op. cit.*, s. 252; R. Kuciński, *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2000, s. 47 i n.

z pewnością uchwalenie, a później implementacje wyżej wspomnianej dyrektywy *Market Abuse*. Jak trafnie zauważa T. Nieborak, działania prawodawcy europejskiego nastawione są dwukierunkowo. Pierwsza grupa regulacji odnosi się do podmiotów obecnych na rynku, a druga do samego rynku i jego struktury¹²⁶. M. Lemmonier zwróciła uwagę, że pojęcie przedmiotu obrotu, to jest instrumentu finansowego pozostawione jest na uboczu legislacji, a *postulatowi kompletności regulacji rynku, na którym dokonuje się obrót, towarzyszy [...] niekompletność regulacji produktu tego rynku*¹²⁷.

Na samym końcu, dla jasności zaznaczyć należy, że wspomniane wyżej pojęcie przedsiębiorstwo inwestycyjne i firma inwestycyjna mają zasadniczo tę samą treść. Pojęciem przedsiębiorstwa inwestycyjnego posługują się akty prawa europejskiego, natomiast firma inwestycyjna jest pojęciem prawa polskiego, które stanowi niczym nieuzasadniony błąd legislacyjny w sytuacji, gdy pojęcie firmy odnosi się do oznaczenia przedsiębiorcy, a nie ma substratu przedmiotowego, jako takie. Pojęcie firma nie używa się więc w odniesieniu do podmiotu, a do jego oznaczenia (tak jak czym innym jest osoba i nazwisko). Zdawałoby się, że pojęcie firmy w prawie polskim jest ugruntowane i używanie go w znaczeniu podmiotowym zamiennie z przedsiębiorcą nie powinno mieć miejsca nie tylko w języku prawniczym, ale w szczególności w języku prawnym¹²⁸. Wprowadzenie terminu firmy inwestycyjnej ocenić należy szczególnie negatywnie w jednym z podstawowych aktów prawa prywatnego, jakim jest kodeks spółek handlowych¹²⁹.

1.5. Podsumowanie

Powyższe rozważania pozwalają przyjąć, że zasadne jest posługiwanie się szerokim znaczeniem rynku kapitałowego, który wykracza zdecydowanie poza obrót zorganizowany. Wynika to między innymi z tego, że instrumentami finansowymi są również instrumenty pochodne niebędące papierami wartościowymi, które nie nadają się co do zasady z racji swojej konstrukcji do obrotu na rynku zorganizowanym. Przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i dyrektywy *MIFID* jasno stanowią, że część instrumentów finansowych może być przedmiotem obrotu tylko na rynku zorganizowanym, co daje asumpt do przyjęcia, że pozostałe instrumenty, których przepisy te nie dotyczą są przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym.

¹²⁶ *Ibidem*.

¹²⁷ M. Lemmonier, *op. cit.*, s. 213.

¹²⁸ *Vide* K. Opalek, J. Wróblewski, *Zagadnienia teorii prawa*, Warszawa 1969, s. 39 i n.

¹²⁹ Ustawa z dnia 15 września 2000 roku kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000 nr 94 poz. 1037. Pojęciem firmy inwestycyjnej posługuje się m.in. art. 315 § 1 k.s.h.

Zdefiniowanie części rynku kapitałowego, jako rynku instrumentów finansowych w rozumieniu u.o.i.f. prowadzi do logicznego wniosku, że jest to rynek wszystkich instrumentów finansowych w rozumieniu tej ustawy, a nie tylko tych instrumentów, które mogą występować jedynie na rynku regulowanym i ASO. Wniosek ten potwierdzają wskazane wyżej regulacje u.o.i.f. i u.o.p. odnoszące się do weksli i czeków.

Z kapitałowym rynkiem instrumentów finansowych mamy więc do czynienia również poza rynkiem zorganizowanym, gdy co najmniej jedną ze stron umowy jest firma inwestycyjna, a jej przedmiotem jest instrument finansowy, a umowa ta zaliczona być może do czynności inwestycyjnych (w rozumieniu załącznika I do dyrektywy *MIFID*). Uznać więc należy, że ograniczenie rynku kapitałowego jedynie do rynku zorganizowanego nie jest niczym uzasadnione. Wniosek ten rodzi jednak daleko idące konsekwencje.

Po pierwsze, kwalifikacja określonego podmiotowo i przedmiotowo rodzaju umów, jako instrumentów finansowych rynku kapitałowego automatycznie skutkuje zastosowaniem całego szeregu przepisów, jakimi będą głównie, ale nie jedynie postanowienia u.o.i.f. oraz u.n.r.k. Jako przykład najbardziej wyraźny, ale nie jedyny podać można powstanie określonych obowiązków informacyjnych po stronie firmy inwestycyjnej, jakie spełnić ona musi wobec jej klienta w zależności od przysługującego mu statusu.

Po drugie, spełnienie tych przesłanek skutkuje objęciem danej umowy przedmiotem działania Komisji Nadzoru Finansowego, której podstawowym przedmiotem działania jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.

Rozważania powyższe są szczególnie ważne dla uzasadnienia, że umowy opcji, które w rozumieniu u.o.i.f. nie są papierami wartościowymi, a zawierane są poza rynkiem zorganizowanym, są instrumentami finansowymi rynku kapitałowego.

ROZDZIAŁ II

INFRASTRUKTURA POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO

W rozdziale I skupiłem się na wskazaniu miejsca rynku kapitałowego w gospodarce. Przypomniałem, że zgodnie z ustawową definicją składa się on z trzech segmentów oraz starałem się wykazać, że rynek instrumentów finansowych nie może on być utożsamiany tylko z rynkiem zorganizowanym. Jest bowiem pojęciem szerszym i obejmuje również rynek prywatny, o ile przedmiotem obrotu na nim są instrumenty finansowe, a transakcja odbywa się w ramach działalności lub usług inwestycyjnych świadczonych przez firmę inwestycyjną albo instytucję finansową, która ze względu na wyłączenia zawarte w art. 70 u.o.i.f. nie może być uznana za firmę inwestycyjną¹.

W tym rozdziale postaram się przedstawić to, co nazwałem infrastrukturą rynku kapitałowego. Pod pojęciem tym rozumiem z jednej strony instytucje, których funkcjonowanie jest dla tego rynku kluczowe. Z drugiej strony do infrastruktury rynku kapitałowego zaliczam umownie jego wewnętrzne podziały oraz kryteria nimi rządzące. Zdaję sobie sprawę, że nie są to zagadnienia dające się łatwo poddać analizie z punktu widzenia prawa cywilnego, a należą wręcz do prawa publicznego. Niemniej jednak uznałem, że instrumenty finansowe są na tyle specyficzną i występującą tylko w określonym środowisku figurą prawną, że bez przedstawienia tego środowiska nie sposób jest uchwycić ich cywilnoprawną istotę.

1.Instytucje polskiego rynku kapitałowego

1.1.Nadzór

W rozdziale I przedstawiono definicję polskiego rynku kapitałowego, który został określony w charakterystyczny sposób, bowiem przez wskazanie pól nadzoru nad tym rynkiem. Metodą taką posłużyła się ustawa nadzorze nad rynkiem

¹ vide ciekawe rozważania w uzasadnieniu wyroku Sądu Najwyższego z dnia 16 lutego 2012 roku IV CSK 225/2011, OSNC 2012/9/105, LEX nr 1163927.

kapitałowym. Można więc uznać, że podstawową instytucją rynku jest właśnie organ sprawujący nadzór, to jest Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). Działalność KNF wynika oczywiście z szerszego kontekstu, który należy choćby w przybliżeniu przedstawić².

Nadzór nad rynkiem kapitałowym ma swoje źródło w dostrzeganej przez ustawodawcę potrzebie zapobiegania kryzysom związanym z gwałtownymi zmianami wyceny instrumentów finansowych i towarów giełdowych i zapewnienia jego prawidłowego funkcjonowania³. Potrzeba jego wprowadzenia jest konsekwencją nadużywania pozycji rynkowej, manipulowania kursem, nieuczciwego wykorzystywania informacji niedostępnych dla reszty uczestników obrotu (np. tzw. *insider traders*⁴ – wewnątrzni gracze) oraz rozprzestrzeniania nieprawdziwych informacji mogących skłonić uczestników do niezasadnego w rzeczywistości zbycia albo nabycia danego instrumentu. Pole do nadużyć pojawia się zarówno przy emisji i wprowadzaniu do obrotu danych instrumentów, przy realizacji obowiązków informacyjnych, jak i wypełnianiu obowiązków giełdowych (np. związanych z udzielaniem przez spółki publiczne określonych informacji). Wszystkie te czynności podejmowane są w celu ochrony inwestorów i innych uczestników obrotu, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu⁵.

Od samego początku istnienia nadzoru giełdowego, jasne było, że musi on się znajdować poza jednostką organizującą giełdę. Organ nadzoru winien mieć kompetencje władcze względem giełdy i jej uczestników. Początkowo dominował system kontroli sądowej, lecz z czasem został on porzucony na rzecz scentralizowanego systemu nadzoru administracyjnego⁶. Pierwszym tego rodzaju organem była amerykańska *Securities and Exchange Commission (SEC)*, która powstała na mocy *Securities Exchange Act of 1933* oraz *Securities Act of 1934*, uchwalonych w wyniku kryzysu finansowego z 1929 roku⁷. *SEC* jest organem federalnym o hierarchicznej strukturze⁸. Składa się ona z pięciu członków, z których prze-

² Oczywiście, można się spierać, czy najważniejszym podmiotem na polskim rynku kapitałowym jest właśnie KNF, a nie na przykład Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z konstrukcyjnego punktu widzenia zakres działania KNF jest z pewnością szerszy, obejmuje bowiem ze swojej definicji cały rynek kapitałowy. Dlatego też przypisanie pierwszeństwa KNF traktuje konstrukcyjnie, niekoniecznie zaś funkcjonalnie.

³ M. Wędrychowski, *op. cit.*, s. 1771.

⁴ *Vide* D. M. Nagy, R. W. Painter, V. Sachs, *Securities litigation and enforcement. Cases and materials*, St. Paul 2003, s. 448 i n., J. S. Levin, *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, Chicago 2002, ¶ 503.3.2.3.

⁵ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 91.

⁶ *Ibidem*, s. 92.

⁷ L. D. Soderquist, T. A. Gabaldon, *Securities regulations*, New York 2003, s. 2-3, John C. Coffe Jr., Joel Seligman, *Securities regulation. Cases and materials*, New York 2003, s. 101 i in.

⁸ K. B. Winer, *The SEC Primer: An Introduction to Federal Securities Law*, Chicago 2003, s. 10.

wodniczący jest mianowany przez Prezydenta Stanów Zjednoczonych. Kadencja członków *SEC* trwa pięć lat. Głównym zadaniem komisji było i jest nadal ochrona inwestorów, utrzymanie uczciwych zasad panujących na rynku i zapewnienie jego efektywności⁹.

SEC była wzorem dla francuskiej *Commission des Operations de Bourses (COB)*, która powstała w 1967 roku. Była ona organem niezależnym od giełdy, a jej celem jest dbanie o rozwój rynku finansowego i ochrona środków zgromadzonych przez inwestorów. Cele te mają być zapewnione poprzez kontrolę informacji wypuszczanych na rynek przez emitentów. Z biegiem czasu przedmiot kontroli *COB* się rozwinął i zostały do niego włączone również fundusze inwestycyjne i inwestycje związane z pochodnymi instrumentami finansowymi¹⁰. Od 2003 roku we Francji funkcjonuje zintegrowany nadzór nad rynkiem finansowym, którego organ *Autorité des Marchés Financiers* wchłonął między innymi *COB*¹¹.

Z kolei w Wielkiej Brytanii funkcjonowała *Securities and Investment Board (SIB)*, która zajmowała się kontrolą spółek prowadzących giełdę. W 2001 roku została ona zastąpiona, podobnie, jak we Francji, przez organ połączonego nadzoru, jakim jest *Financial Services Authority (FSA)*¹². Podobny, zintegrowany, system jest obecnie najbardziej popularny oraz pośrednio sugerowany przez dyrektywę *MIFID*¹³.

W obecnym stanie prawnym nie ma jednolitego systemu nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Wyodrębnić możemy cztery płaszczyzny nadzoru. Pierwszą z nich stanowi nadzór międzynarodowy, a dokładnie Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*), która powstała w obecnym, międzynarodowym kształcie w 1984 roku. Głównym jej zadaniem jest ustanawianie wspólnych standardów regulacyjnych mających na celu wspieranie uczciwego i sprawnego funkcjonowania rynków finansowych oraz wzajemna wymiana doświadczeń i informacji w celu doskonalenia funkcjonowania krajowych rynków papierów wartościowych¹⁴.

Drugą płaszczyznę stanowi europejski system nadzoru prowadzony głównie w ramach *ESMA (European Securities and Markets Authority)* – a dawniej – *CESR (Committee of European Securities Regulators)* z siedzibą w Paryżu. Obok niego funkcjonują *European Bank Authority (EBA)* oraz *European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)*, którego głównym celem jest

⁹ Więcej informacji znajduje się na stronie internetowej *SEC*: <http://www.sec.gov/>

¹⁰ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 225.

¹¹ Więcej informacji na stronie *AMF*: <http://www.amf-france.org/>

¹² Więcej informacji na stronie *FSA*: <http://www.fsa.gov.uk/>

¹³ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 92.

¹⁴ Więcej informacji na stronie internetowej: <http://www.iosco.org/>

zapewnienie właściwego wdrażania przepisów dotyczących sektora ubezpieczeniowego, w sposób umożliwiający zachowanie stabilności finansowej i zapewnienie zaufania do systemu finansowego jako całości oraz odpowiedniej ochrony konsumentów usług finansowych¹⁵.

Trzecią sferę tworzy system nadzoru krajowego, na który składa się Komisja Nadzoru Finansowego (KNF), kompetencje której określa ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym i w zakresie dotyczącym niniejszej pracy – ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Czwartą i ostatnią płaszczyznę nadzoru stanowią komórki nadzoru wewnętrznego podmiotów strukturalnie organizujących rynek kapitałowy, jak GPW S.A., BondSpot S.A., Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. oraz bezpośrednich uczestników rynku, jakimi są firmy inwestycyjne¹⁶. Ważnym elementem działania nadzoru wewnętrznego jest obowiązek udostępnienia jego wyników Komisji Nadzoru Finansowego¹⁷.

Nadzór międzynarodowy tworzony w ramach *IOSCO* ma bardzo ogólny charakter¹⁸. Jego przedmiotem jest raczej współpraca poszczególnych systemów nadzoru, przez co rozumie się właściwe instytucje krajowe. Co ciekawe, obowiązkiem członków *IOSCO* jest udostępnianie sobie informacji objętych tajemnicą w celu skuteczniejszego współdziałania¹⁹. Podstawowym sposobem działania w ramach *IOSCO* jest zawieranie przez członków, to jest krajowe instytucje nadzoru, dwustronnych (*Memorandum of Understanding*) i wielostronnych porozumień (*Multilateral Memorandum of Understanding*). Niezmiernie istotna kwestia została zauważona przez A. Chłopeckiego, który zwrócił uwagę na problem ich dopasowania do prawa polskiego. Jako porozumienia zawierane przez KNF nie są przecież umowami międzynarodowymi, a więc z formalnego punktu widzenia – źródłem prawa powszechnie obowiązującego. Porozumienia te jednak są *nimi funkcjonalnie, skoro od ich zawarcia ustawodawca uzależnia przekazywanie informacji, będących co więcej informacjami objętymi niejednokrotnie tajemnicą*

¹⁵ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 342-344.

¹⁶ Szczegółowe normy dotyczące form nadzoru wewnętrznego określają rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 23.11.2009 roku w sprawie określenia szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych oraz warunków szacowania przez dom maklerski kapitału wewnętrznego (Dz.U. z 2009 roku, Nr 204, poz. 1579 ze zm.) – oraz – rozporządzenie Ministra Finansów z 05.02.2010 roku w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze (Dz.U. 2010 roku, Nr 25, poz. 129 ze zm.)

¹⁷ A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 27-28.

¹⁸ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 344-345.

¹⁹ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 96.

zawodową²⁰. Co więcej, obejmują one działania organów administracji odnoszące się do ich działalności w sferze imperium, co, jak zauważa Autor uniemożliwia potraktowanie ich nawet jako umów cywilnoprawnych. Rodzą więc one poważne wątpliwości pod kątem ich zgodności z konstytucją oraz możliwością znalezienia im miejsca w systemie prawa²¹.

Znacznie bardziej konkretne kompetencje ma nadzór europejski w ramach *ESMA*. Zostały one zmienione i rozszerzone w ostatnich latach, co było konsekwencją kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2007 roku. Zmieniono ogólną koncepcję działania nadzoru europejskiego z tzw. *OMC* (*open method of coordination*) na *TCM* (*traditional community method*), co wiąże się ze zwiększeniem ilości tak zwanych twardych regulacji prawnych w miejsce dotychczas obowiązujących – miękkich²².

Obecnie do kompetencji *ESMA* należy między innymi opracowywanie projektów aktów prawnych, w tym regulacji technicznych, wydawanie wytycznych i zaleceń, wydawanie indywidualnych decyzji, których adresatami są organy państwo członkowskich, wydawanie decyzji, których adresatami są uczestnicy rynku finansowego, sporządzanie opinii dla Parlamentu Europejskiego, Rady i Komisji, gromadzenie informacji o uczestnikach rynku, tworzenie metodologii oceny wpływu charakterystyki produktu i procesu dystrybucji na sytuację finansową uczestników rynku i ochronę konsumentów.

Dzięki takiemu ujęciu kompetencji powstały trzy rodzaje relacji, których stroną jest *ESMA*. Po pierwsze, są to relacje władcze organ europejski – organ krajowy. Po drugie, mamy do czynienia z relacjami władczymi organu europejskiego wobec indywidualnych uczestników rynku będących podmiotami prawa prywatnego. Po trzecie, występują również relacje w postaci mechanizmów „miękkiego” współdziałania organów nadzoru. Występują również, choć są dopiero w początkowej fazie rozwoju tak zwane mechanizmy nadzoru „schodowego”, których przedmiotem są relacje na linii organ europejski – podmiot administrowany prawa krajowego²³.

System nadzoru krajowego opiera się na działaniach Komisji Nadzoru Finansowego²⁴. Rozpoczęła ona działalność w dniu 19 września 2006 roku. Została

²⁰ A. Chłopecki, *Nadzór nad rynkiem finansowym. Wybrane problemy nadzoru transgranicznego*, E-Finanse. Finansowy kwartalnik internetowy. 2009/3, s. 3, http://www.e-finance.com/artykuly_eng/123.pdf

²¹ *Ibidem*.

²² Szerzej na ten temat, za A. Chłopeckim, M. Dylem, *op. cit.*, s. 28, P. Craig, *EU Administrative Law*, Oxford 2006, s. 209.

²³ A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 29-30.

²⁴ Jest to nadzór szeroki, bowiem nie ogranicza się do decyzji personalnych, ale również organizacyjnych, jak nadawanie statutu Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego. W skład KNF wchodzi: przewodniczący, dwóch zastępców i czterech członków, którymi są minister właściwy

ona powołana w miejsce Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, lecz jej kompetencje są zdecydowanie szersze, bowiem przejęła ona zadania również istniejących wcześniej Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych oraz Komisji Nadzoru Bankowego²⁵. Kompetencje KNF odnoszące się *stricte* do rynku kapitałowego to głównie podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu tego rynku, sprawowanie nadzoru nad działalnością podmiotów uczestniczących w rynku oraz wykonywaniem przez te podmioty obowiązków związanych z ich uczestnictwem w obrocie, podejmowanie działań edukacyjnych i informacyjnych i przygotowywanie projektów aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego²⁶.

Widać więc, że funkcje KNF możemy podzielić na licencyjną (wydawanie pozwoleń na rozpoczęcie określonej działalności), kontrolną i prewencyjną (zapobieganie naruszeniom prawa) oraz represyjną²⁷. Organem o zadaniach bardziej ogólnych od KNF jest Komitet Stabilności Finansowej powołany ustawą z dnia 07.11.2008 roku²⁸. W skład KSF wchodzi Minister Finansów, Prezes NBP oraz przewodniczący KNF²⁹.

Nadzór wewnętrzny przybiera z kolei różne postaci, w zależności od podmiotu, w którym występuje. Najwyraźniej objawia się w firmach inwestycyjnych, gdzie został szczegółowo określony w stosownych aktach wykonawczych – rozporządzeniach Ministra Finansów. Cel narzucenia określonych norm nadzoru wewnętrznego jest jasny. Chodzi o skłonienie tych podmiotów do prowadzenia działalności w sposób uczciwy i transparentny poprzez ochronę informacji poufnych

do spraw instytucji finansowych, minister właściwy do spraw zabezpieczenia społecznego, Prezes Narodowego Banku Polskiego oraz przedstawiciel Prezydenta RP. Przewodniczący Komisji jest powoływany przez Prezesa Rady Ministrów na pięcioletnią kadencję.

²⁵ KNF jest centralnym organem administracji publicznej podlegającym nadzorowi Prezesa Rady Ministrów. Do zadań KNF należy przede wszystkim sprawowanie nadzoru nad rynkiem finansowym, podejmowanie działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku finansowego, jego rozwojowi i konkurencyjności, podejmowanie działań edukacyjnych i informacyjnych, udział w przygotowywaniu projektów aktów prawnych w zakresie nadzoru nad rynkiem finansowym i stwarzanie możliwości polubownego i pojednawczego rozstrzygania sporów między uczestnikami rynku. Komisja jest organem kolegialnym, który podejmuje uchwały oraz wydaje decyzje i postanowienia. Co ważne, decyzje KNF mają charakter ostateczny w rozumieniu art. 16 § 1 k.p.a., a środkiem zaskarżenia jest jedynie wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy, o którym mowa w art. 127 § 3 k.p.a. Jest to podyktowane istotną rolą materii nadzoru i koniecznością zapewnienia realnej możliwości szybkiej reakcji KNF na wszelkie nieprawidłowości, co wiąże się oczywiście również z ryzykiem zaistnienia poważnych konsekwencji w przypadku wydania błędnej decyzji.

²⁶ S. Thiel, *op. cit.*, s. 14.

²⁷ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 93.

²⁸ Dz. U. Nr 209, poz. 1317.

²⁹ *Vide* K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 97.

i informacji stanowiących tajemnicę zawodową, jak również kontrolę działań tych podmiotów poprzez analizę, czy nie wykorzystują takich informacji zaczerpniętych od konkurencji³⁰. Organy nadzoru wewnętrznego występują rzecz jasna również w spółkach organizujących rynek, jak i w spółce będącej izbą rozliczeniową (*clearing room*) – Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A., o czym niżej. Za przykład regulacji wzmacniającej nadzór wewnętrzny GPW S.A. służyć może § 19 jej Statutu, zgodnie z którym Rada Giełdy przedkłada corocznie Walnemu Zgromadzeniu zwięzłą ocenę sytuacji spółki z uwzględnieniem oceny systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla Spółki.

1.2. Giełda

Rynek giełdowy organizowany przez GPW w Warszawie S.A. (GPW) jest centralnym forum obrotu rynku kapitałowego w Polsce, jednakże nie wyczerpuje go. Spółka prowadząca rynek również nie ma obecnie monopolu na prowadzenie zorganizowanego rynku instrumentów finansowych. Pokrótce przedstawiony zostanie również rynek giełdowy prowadzony przez Towarową Giełdę Energii S.A. Przed przystąpieniem do charakterystyki spółek prowadzących giełdy, należy jednak przybliżyć samo pojęcie giełdy w ogólności oraz, krótko, burzliwą historię polskiego rynku giełdowego.

1.2.1. Historia giełdy

Przedstawienie historii giełdy jest zadaniem tyle ciekawym, co trudnym. Nie ma bowiem obecnie jednolitego jej modelu, a i istniejące realnie fora obrotu instrumentów finansowych i towarów giełdowych jedynie w przybliżeniu dają się zakwalifikować do któregoś z istniejących modeli³¹. Pierwsze giełdy były instytucjami prywatnymi tworzonymi przez poszczególnych kupców³². Sama nazwa „giełdy” w większości języków zachodnioeuropejskich pochodzi właśnie od nazwiska kupca Van der Beurse³³, w którego domu w Brugii powstała jedna z pierwszych giełd³⁴. Istnieje również pogląd, że pochodzi ona

³⁰ A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 27-28.

³¹ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 58.

³² Były to fora handlu dalekie od obecnie występujących zarówno pod względem obrotów, jak i stopnia sformalizowania zawierania transakcji. Wywodzą się w większości z domów kupieckich, w których spotykano się i handlowano bez żadnych ograniczeń.

³³ <http://www.wienerborse.at/beginner/basics/geschichte.html>

³⁴ Natomiast polskie słowo „giełda” z dużym prawdopodobieństwem czerpie swój rodowód od słowa „gildia”, które oznacza zgromadzenie kupców. – E. Mirecka, *Giełdy światowe – geneza i obecne zasady działania*, Przegląd Organizacji 1996/10.

jednak już z czasów rzymskich, od łacińskiego słowa „bursa” określającego sakiewkę na pieniądze³⁵. Dopiero z czasem powstałe w drodze praktyki zwyczajowe (pierwsze uzanse giełdowe) zyskały charakter wpierw prawa zwyczajowego a następnie stanowionego – początkowo jedynie w formie przyjmowanych przez kupców regulaminów³⁶. Na tym etapie nie było żadnego specjalnego ciała (organu) odpowiedzialnego za przestrzeganie prawa, nadzorowanie handlu i wywiązywanie się z zobowiązań. Taka organizacja była dalece niedoskonała i prowadziła do licznych nieprawidłowości, których skutki odczuwali wszyscy pozostali uczestnicy giełdy³⁷.

Dopiero po pewnym czasie giełda przekształciła się w przedsiębiorstwo w obecnym tego słowa rozumieniu (art. 55¹ k.c.). Pojawiła się ukształtowana już struktura organizacyjna i sformalizowany katalog reguł handlu (regulamin giełdy). W dalszym ciągu właściciel giełdy – przedsiębiorca – mógł zawierać umowy na równi z pozostałymi uczestnikami³⁸.

Kolejny etap wiąże się z rozwojem giełd prowadzonych przez izby handlowe lub specjalnie do tego celu założone spółki, które przyniosły daleko posuniętą formalizację obrotu. Osoba prowadząca giełdę ograniczyła swoją aktywność do roli uważnego obserwatora i organizatora handlu. Nacisk giełdy został położony na funkcje organizacyjne i kontrolne, a możliwość występowania podmiotu prowadzącego giełdę jako strony transakcji giełdowej została wyłączona. Model korporacyjny giełdy, o którym mowa, powstał w Europie już w XIV wieku, natomiast w krajach anglojęzycznych rozwinął się później, bo XVIII stuleciu³⁹. Cechą charakterystyczną tych giełd była względna niezależność od państwa oraz częściowo zamknięty już model członkostwa, co polegało na tym, że każda osoba spełniająca określone warunki (głównie co do zamożności) mogła zostać członkiem giełdy dopiero po uzyskaniu uprzedniej akceptacji pozostałych członków. Jak trafnie zauważa K. Zacharzewski, członkostwo w giełdzie korporacyjnej miało charakter elitarnego przywileju⁴⁰.

Duże zmiany przyniósł przełom wieku XIX i XX. Znaczny wzrost znaczenia giełd oraz ich realnego oddziaływania na całą gospodarkę przyniósł prawną regła-

³⁵ Jednakże Thomas Gresham, jeden z twórców pierwszej giełdy angielskiej nadał jej nazwę *Royal Exchange*, co stanowiło inspirację dla nazewnictwa w całym systemie anglosaskim.

³⁶ Warto podkreślić, że osoba organizująca giełdę – zazwyczaj gospodarz (właściciel) domu będącego miejscem spotkań – był jednym z uczestników wymiany na takich samych prawach, co pozostali.

³⁷ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 59.

³⁸ *Ibidem*.

³⁹ M. Michalski, [w:] Bączyk, Koziński, Michalski, Pyziół, Szumański, Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 685.

⁴⁰ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 60.

mentację oraz ingerencję władzy publicznej w ich działanie. Objawiło się to zarówno wydawaniem bardzo szczegółowych nieraz i licznych aktów prawnych dotyczących dopuszczalności tworzenia, formy i działalności giełd, ale i przejściu nad nimi kontroli kapitałowej przez państwo (model kontynentalny). Konsekwencją tego było wprowadzenie obiektywnych kryteriów członkostwa giełdowego, które tylko w teorii sprawiały wrażenie modelu otwartego, bowiem wymogi wiarygodności członków giełdy były bardzo wysokie, uzależnione często od uprzedniego uzyskania określonego statusu zależnego całkowicie od decyzji administracyjnej. Państwo przejęło również dominującą rolę nadzorczą nad działalnością giełdy, częściowo jedynie pozostawiając tę funkcję podmiotowi prowadzącemu giełdę. Kontynentalny model giełdy jest w dzisiejszych czasach absolutnie dominujący⁴¹. Bez względu na przyjęty model giełdy, zawsze uznawana jest ona za instytucję zaufania publicznego⁴², a spółka prowadząca giełdę może być uznana za podmiot użyteczności publicznej⁴³.

1.2.2. Giełda w prawie polskim

Giełda Kupiecka w Warszawie – pierwsza na ziemiach polskich – rozpoczęła działalność w dniu 12 maja 1817 roku. Sesje giełdowe miały miejsce jedynie między godziną 12 a 13, a przedmiotem handlu były głównie obligacje i weksle. Raz w tygodniu miały miejsce sesje towarowe⁴⁴. Akcje zyskały na popularności dopiero w drugiej połowie XIX stulecia. Do największych emisji XIX wieku zaliczyć możemy emisję akcji Towarzystwa Drogi Żelaznej Warszawsko – Wiedeńskiej z 1840 roku oraz emisję akcji Spółki Parowej na Rzekach Spławnych w Królestwie Polskim z roku 1861⁴⁵. Giełda nie posiadała wówczas osobowości prawnej, a utrzymywana była ze środków miasta. Podlegała nadzorowi najpierw władz miejskich, a później prezesa Banku Polskiego. Jej działalność, nie mająca większego znaczenia finansowego i gospodarczego, przerwana została przez wybuch powstania listopadowego w 1830 roku. Jej reaktywacja nastąpiła w 1872 roku, a nazwę zmieniono na Giełdę Warszawską⁴⁶.

⁴¹ Autorowi nie jest znany przykład obecnie działającej giełdy typu korporacyjnego.

⁴² M. Michalski, [w:], *op. cit.*, s. 685; tenże, *Pojęcie i charakter prawny giełdy papierów wartościowych*, MoPod 1995/Nr 2, s. 43.

⁴³ R. Czerniawski, [w:] R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2002, s. 327; G. Domański, *Dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu publicznego*, MoPod 1994/ 1, s. 5.

⁴⁴ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 51.

⁴⁵ R. Czerniawski, *Statuty giełdy w Warszawie*, Warszawa 1996, s. 12.

⁴⁶ D. Dziuba, *Giełdy i ich archetypy na ziemiach polskich*, Warszawa 2006, s. 70.

Podstawą prawną działalności giełd w dwudziestoleciu międzywojennym było rozporządzenie Prezydenta RP o organizacji giełd⁴⁷ oraz rozporządzenie Ministrów Przemysłu i Handlu, Skarbu i Sprawiedliwości z dnia 12 lutego 1930 roku w sprawie ogłoszenia tekstu jednolitego rozporządzenia o organizacji giełd⁴⁸. Nadzór nad giełdami pieniężnymi objął Minister Skarbu⁴⁹.

Emisje akcji nabrały szczególnego znaczenia po reformach Grabskiego. Do najciekawszych zaliczyć możemy emisję akcji Borów Nadniemeńskich S.A. z 1919 roku i Fabryki Porcelany i WYROBÓW Ceramicznych S.A. z 1922 roku, jak również Filharmonii Warszawskiej z 1930 roku⁵⁰.

W 1939 roku istniało w Polsce siedem giełd⁵¹. Przedmiotem notowań na nich były obligacje (państwowe, bankowe i municypalne), listy zastawne i akcje. Giełdy te zostały zamknięte po wybuchu wojny, a w okresie powojennym nie było z przyczyn społeczno – politycznych możliwości ich reaktywacji. Giełda, jako instytucja typowa dla rozwiniętej gospodarki kapitalistycznej nie mieściła się w planach budowania państwa socjalistycznego. Wspomniane wyżej rozporządzenie o organizacji giełd zostało jednak uchylone dopiero dekretem o Państwowej Inspekcji Handlowej z 1950 roku⁵². Dopiero rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 22 listopada 1985 roku w sprawie emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe⁵³ dało impuls do odrodzenia polskiego rynku kapitałowego. Jednakże wolność tego rynku była znacznie ograniczona i miała swoisty dla gospodarki socjalistycznej charakter, bowiem wobec symbolicznych jedynie odsetek, obligatariusze mogli korzystać z usług emitentów, do których legalny (co należy podkreślić) dostęp w owym czasie był bardzo ograniczony⁵⁴. Wspomnieć można o pierwszych emisjach dotyczących akcji BRE Banku oraz obligacji Wewnętrznej Pożyczki Państwowej, które odbyły się jeszcze przed wprowadzeniem do kodeksu cywilnego przepisów o papierach wartościowych.

Obecnie słowem „giełda” określa się dwa pojęcia. Z jednej strony jest to spółka prowadząca giełdę – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. W tym kontekście może to być również inna spółka prowadząca giełdę papierów wartościowych, instrumentów finansowych albo giełdę towarową⁵⁵. Z drugiej strony jest

⁴⁷ Dz.U. z 1924 nr 114, poz. 1019.

⁴⁸ Dz.U. z 1930 nr 23, poz. 209.

⁴⁹ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 52.

⁵⁰ *Ibidem*.

⁵¹ warszawska (mająca zdecydowanie największe znaczenie), łódzka, krakowska, lwowska, katowicka, poznańska i wileńska.

⁵² Dekret z dnia 21 listopada 1950 roku o Państwowej Inspekcji Handlowej Dz.U. 1950 nr 44 poz. 396.

⁵³ Dz. U. Nr 55 poz. 280.

⁵⁴ A. Chłopecki, *SPP*, t. XIX, s. 751.

⁵⁵ Na przykład Towarowa Giełda Energii S.A.

to segment rynku kapitałowego, a konkretnie rynek giełdowy (będący wraz z rynkiem pozagiełdowym częścią rynku regulowanego) w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. W pewnym uproszczeniu można powiedzieć, że chodzi o miejsce, w którym dochodzi do transakcji odnoszących się do instrumentów finansowych. Nie jest określenie do końca precyzyjne z racji na dematerializację obrotu oraz zasadę elektronicznego przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na giełdę, przez co „fizycznie” żadne umowy nie są tam zawierane⁵⁶.

Ze względu na ramy niniejszego opracowania pozostawiam poza nim strukturę wewnętrzną BondSpot S.A. Z tego też powodu przedstawiona pokrótce zostanie jedynie GPW S.A., która organizuje najważniejsze forum obrotu na rynku kapitałowym, jakim jest rynek giełdowy⁵⁷. Punktem wyjścia powstania nowoczesnego rynku kapitałowego w Polsce była ustawa z dnia 22 lutego 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych⁵⁸. Na jej podstawie w dniu 12 kwietnia 1991 roku Minister Przekształceń Własnościowych i Minister Finansów podpisali akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie⁵⁹. 16 kwietnia 1991 roku odbyła się pierwsza sesja giełdowa, w której uczestniczyło siedem domów maklerskich, a przedmiotem obrotu były akcje zaledwie pięciu spółek. Sto dwanaście zleceń złożonych tego dnia opiewało łącznie na niezbyt imponującą kwotę około 1990 złotych⁶⁰.

W 1997 roku ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi o funduszach powierniczych została uchylona, a w jej miejsce weszły w życie dwa akty prawne. Były to ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz ustawa o funduszach inwestycyjnych⁶¹. Ta pierwsza ustawa była wielokrotnie zmieniana, co podyktowane było potrzebą dostosowania

⁵⁶ Nie należy więc pod pojęciem „giełdy” rozumieć innych podmiotów strukturalnie będących nieodzowną częścią rynku kapitałowego, a więc Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. oraz BondSpot S.A., która organizuje rynek pozagiełdowy. Również w odniesieniu do rynku Catalyst miano „giełdy” nie znajdzie zastosowania, gdyż mimo, że funkcjonują na nim cztery platformy obrotu, żadna z nich nie ma cech rynku giełdowego, mimo że dwa z nich są prowadzone przez spółkę prowadzącą giełdę – GPW S.A.

⁵⁷ Ze względów przedstawionych wyżej pomijam w dalszym ciągu kwestie związane z rynkiem towarowym i rynkiem *forex*.

⁵⁸ Dz. U. Nr 51, poz. 298.

⁵⁹ Prowadzenie giełdy wymaga obecnie zezwolenia ministra właściwego do spraw instytucji finansowych, wydanego na wniosek w toku postępowania administracyjnego i zaopiniowanego przez KNF. GPW w Warszawie została utworzona na mocy aktu założycielskiego, a jej organizację zaczerpnięto ze wzorców francuskich. W dniu 16 października 1990 roku zostało zawarte porozumienie o współpracy z *Société des Bourses Françaises i i Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières*.

⁶⁰ www.gpw.com.pl, J. Czekaj, *op. cit.*, s. 152.

⁶¹ Ustawa ta zastąpiona została przez ustawę z dnia 27.04.2004 roku o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. Nr 146, poz. 1546.

polskiego prawa rynku kapitałowego do norm prawa europejskiego. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi została z kolei podzielona na cztery odrębne ustawy, których przedmiot regulacji pokrywa się zasadniczo z poprzednią „dużą” ustawą. Są to uchwalone w lipcu 2005 roku ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, o nadzorze nad rynkiem finansowym, o nadzorze nad rynkiem kapitałowym i ustawa o ofercie publicznej.

W obecnym kształcie Giełda Papierów Wartościowych S.A. jest spółką prawa handlowego poddaną szczególnym wymogom związanym ze strategicznym z punktu widzenia krajowej gospodarki przedmiotem jej działalności i pozycją w systemie finansowym kraju. Przede wszystkim, narzucona jest jej forma spółki akcyjnej, jako najbardziej sformalizowanej i transparentnej. Spółka prowadząca giełdę ma wyłączne prawo i obowiązek posługiwania się w firmie określeniem „giełda instrumentów finansowych” albo „giełda papierów wartościowych”, która to ostatnia nazwa występuje do dzisiaj, ale raczej ze względów historycznych i zwyczajowych, gdyż przedmiotem obrotu na giełdzie są właśnie instrumenty finansowe, a nie papiery wartościowe w tradycyjnym rozumieniu tego słowa⁶².

1.2.3. Towarowa Giełda Energii S.A.

Obecnie jedyną giełdą towarową w Polsce, w rozumieniu u.g.t., jest rynek prowadzony przez Towarową Giełdę Energii S.A. z siedzibą w Warszawie⁶³. Podstawowymi aktami prawnymi mającymi wpływ na działalność Towarowej Giełdy Energii są u.o.i.f., u.t.g. oraz ustawa prawo energetyczne⁶⁴. Ważnymi aktami wewnętrznymi są Regulamin obrotu Rynku Towarów Giełdowych Towarowej Giełdy Energii S.A.⁶⁵ oraz Statut Towarowej Giełdy Energii S.A.⁶⁶.

⁶² O zasadności posługiwania się pojęciem papieru wartościowego w odniesienie do przedmiotu dzisiejszego obrotu na rynku giełdowym będzie mowa w następnych rozdziałach. W tym miejscu jedynie sygnalizuję problem.

⁶³ Jej historia jest krótsza od GPW. W lipcu 1999 roku Minister Skarbu Państwa ogłosił przetarg na wybór konsorcjum, które utworzy i uruchomi giełdę energii w Polsce. Zwycięzcą przetargu zostało konsorcjum pod przewodnictwem spółki Elektrim S.A. Sama spółka została utworzona w grudniu 1999 roku. Do grona jej akcjonariuszy należą obecnie GPW w Warszawie S.A., która ma ponad 98% akcji, PKP Energetyka S.A. (1%) akcji oraz Bergen Energi AS spółka prawa norweskiego, której przysługuje niecały jeden procent akcji. Kapitał zakładowy spółki wynosi 14.500.000 złotych. Przedstawianie bliższych informacji na jej temat nie jest jednak w tej pracy konieczne.

⁶⁴ Ustawa z dnia 10 kwietnia 197 roku prawo energetyczne, Dz.U. 1997 nr 54 poz. 348.

⁶⁵ Tekst jednolity sporządzony w dniu 08 listopada 2011 r. i ogłoszony przez Zarząd Towarowej Giełdy Energii S.A. w dniu 15 listopada 2011 r. na podstawie Uchwały Rady Nadzorczej nr 48/14/V/11 z dnia 18 sierpnia 2011 r. Regulamin zatwierdzony został decyzją Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 07 listopada 2011 r. wchodzi w życie w dniu 1 grudnia 2011 r.

⁶⁶ http://www.polpx.pl/fm/upload/28062012_Statut.pdf

1.3. Izba rozliczeniowa

1.3.1. Geneza izby rozliczeniowej

Terminologia dotycząca izby rozliczeniowej nie jest jednolita. Znajdujemy w literaturze również takie określenia, jak izba kompensacji⁶⁷ i izba rozrachunkowa⁶⁸. W piśmiennictwie obcojęzycznym spotykamy natomiast określenia *clearing room*, *clearing house*, *Liquidationsverein*, *Clearingstelle*. W przedwojennej literaturze polskiej mowa była również o obrocie wyrównawczym prowadzonym przez taką instytucję⁶⁹.

Początków instytucji zajmujących się rozliczaniem zobowiązań wiąże się z rozwojem bankowości. Pierwsze izby rozliczeniowe powstały już w trzynastowiecznych Włoszech, w których gotówka wypierana była przez obrót wekslowy. Bankierzy przyjmowali gotówkę wydając w zamian weksle uprawniające do odbioru równowartości sumy wpłaconej w tej samej lub innej placówce banku lub należącej do innego banku. Tak powstałe zobowiązania bankierzy rozliczali początkowo między sobą w relacjach dwustronnych na zasadzie tak zwanego *conto corrente* poprzez potrącenie lub odnowienie. Z biegiem czasu sieć tego typu powiązań dwustronnych została wyparta przez szereg rachunków prowadzonych przez osoby w tej działalności wyspecjalizowane, które umożliwiały sprawną wymianę i rozliczanie transakcji między wieloma bankierami. Dzięki temu każdy z uczestników związany był rozliczeniowym stosunkiem prawnym tylko z instytucją rozliczeniową, a nie musiał utrzymywać takich relacji z każdym ze swoich kontrahentów⁷⁰. Obecnie *izba rozliczeniowa prowadzi rachunki rozliczeniowe wszystkich uczestników rozliczenia dokonuje rozrachunku (spełnia świadczenie) w drodze wpisów na rachunek*⁷¹.

Izby rozliczeniowe, które można porównać z obecnie istniejącymi, powstały jednak dopiero w połowie XIX wieku, kiedy to doszło do intensyfikacji obrotu giełdowego, głównie w Stanach Zjednoczonych. Jednakże, jak słusznie zauważa

⁶⁷ J. Zawila – Niedźwiecki, *(Nie)doskonłość rozliczeń papierów wartościowych*, Gra na Giełdzie 1995, nr 10, s. 20.

⁶⁸ W. Przybylska – Kapuścińska (red.) *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, Poznań 2002, s. 229.

⁶⁹ F. Tomanek, *Handel towarowy i pieniężny, jego organizacja i technika*, Lwów-Warszawa 1937, s. 267: *Uzupełnieniem obrotu żyrowego, który polega na przelewaniu kwot z konta na konto w obrębie tej samej instytucji jest system rozrachunkowy, polegający na potrącaniu, czyli kompensowaniu, wzajemnych pretensji między różnymi instytucjami i zastępowaniu obrotów gotówkowych zapisami książkowymi. Obrót ten nazywa się także wyrównawczym albo kliringowym*. Cyt. za: K. Zacharzewskim, *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2007, s. 272.

⁷⁰ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 128.

⁷¹ *Ibidem*.

K. Zacharzewski, powstał dysonans między sprawnym działaniem systemu rozliczeniowego a rzeczywistym spełnianiem świadczeń z umów wymagających przeniesienia posiadania papieru wartościowego. Na tym etapie powstał tak zwany pierwszy stopień dematerializacji obrotu⁷², w którym posiadanie przedmiotu świadczenia – papieru wartościowego – nie było konieczne w chwili zawierania umowy go dotyczącej, jednak przeniesienie tego dokumentu było niezbędne przy wykonaniu zobowiązania⁷³.

Drugi etap dematerializacji obrotu z udziałem izby rozliczeniowej polegał na oderwaniu zarówno zawarcia, jak i wykonania umowy od fizycznego wydania dokumentu. Papiery wartościowe przechowywane były przez izbę rozliczeniową zajmującą się już nie tylko rozliczeniem, ale również przechowywaniem dokumentów i rozrachunkiem zobowiązań. W tej sytuacji wykonanie zobowiązania nie polegało już na wydaniu dokumentów nabywcy, ale na zapewnieniu przeniesienia wszystkich uprawnień płynących z tych dokumentów. W takiej konfiguracji izba rozliczeniowa związana była z emitentem (wystawcą) papierów wartościowych stosunkiem depozytowym, a ze stronami umów zawartych na giełdzie – stosunkiem rozliczeniowo rozrachunkowym⁷⁴.

Od lat osiemdziesiątych XX wieku rozpoczął się jednak proces dematerializacji samych papierów wartościowych, które nie przestały istnieć jako dokumenty złożone w depozycie, a ich funkcję przejął wpis na konto depozytariusza – co ważne wpis ten kreowany jest właśnie przez izbę rozliczeniową. Od tego czasu mówić więc możemy o trzecim etapie dematerializacji. Jego cechą charakterystyczną jest oderwanie prawa podmiotowego od dokumentu, jako nośnika materialnego. Ten krok ustawodawców większości państw był brzemienny w skutkach, bowiem prawa związane do tej pory z papierami wartościowymi podlegały wypracowanej na przestrzeni ostatnich wieków całej gamie reguł tak powstania, jak i obrotu. Nie możemy już więc mówić o papierach wartościowych w odniesieniu do praw analogicznych do praw płynących z papierów wartościowych, które poddane zostały dematerializacji⁷⁵. W tym momencie zasadne jest jedynie

⁷² K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 129-131.

⁷³ Aby zapewnić wywiązywanie się ze zobowiązania polegającego na wydaniu papieru wartościowego, dokumenty te były składane (oddawane w depozyt) podmiotowi organizującemu giełdę, który później wydawał go nabywcy.

⁷⁴ Dokumenty wydawane były tylko wyjątkowo, na przykład w celu uczestniczenia w walnym zgromadzeniu, po czym musiały być zwrócone. Jednak z czasem zaprzestano i tej praktyki, a w miejsce papierów wartościowych (w tym przykładzie akcji) wydawać zaczęto jedynie świadectwa depozytowe. Przykład takiej regulacji odnajdujemy w art. 406² § 2-8 k.s.h. Etap ten charakteryzował się więc w pełni zdematerializowanym obrotem przedmiotami materialnymi fizycznie złożonymi w depozycie izby rozliczeniowej.

⁷⁵ *Vide* J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 267 i n.

zasygnalizowanie, że w rozumieniu ustawodawstwa giełdowego opcje i kontrakty *futures* traktowane są jak papiery wartościowe⁷⁶ zdematerializowane *ab ovo* i poddane reżimowi obrotu jak „zwykle” zdematerializowane papiery wartościowe, mimo, że u ich podłoża nie leżał papier wartościowy ani inny dokument a jedynie dwustronnie zobowiązująca umowa cywilnoprawna⁷⁷.

W odniesieniu do zdematerializowanych bankowych papierów wartościowych, które z natury nie są przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym, funkcje depozytu pełnić może Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. albo bank emitujący daną serię papierów⁷⁸.

1.3.2. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.⁷⁹

Polska izba rozliczeniowa powstała w 1991 roku jako jeden z działów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Jako osobny podmiot istnieje dopiero od roku 1994. Zgodnie z art. 3 pkt 21 u.o.i.f. depozyt papierów wartościowych to prowadzony przez Krajowy Depozyt lub spółkę, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1, system rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych, obejmujący rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze i konta depozytowe prowadzone przez podmioty upoważnione do tego przepisami ustawy⁸⁰.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych tak, jak spółki organizujące rynek funkcjonuje w formie spółki akcyjnej. Krąg jego potencjalnych akcjonariuszy jest limitowany przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi, która w art. 46 zalicza do ich grona tylko spółki prowadzące giełdę, spółki prowadzące rynek pozagiełdowy, firmy inwestycyjne, banki, Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski oraz osoby prawne lub inne jednostki organizacyjne, które prowadzi działalność w zakresie rejestrowania papierów wartościowych, jak również rozliczenia lub rozrachunku transakcji zawieranych w obrocie papierami wartościowymi lub organizowania rynku regulowanego, z siedzibą na terytorium państwa członkowskiego lub państwa należącego do *OECD*, podlegające nadzorowi właściwego

⁷⁶ Ich ocena jako papierów wartościowych z punktu widzenia prawa cywilnego jest co najmniej dyskusyjna, o czym będzie mowa w rozdziale IV.

⁷⁷ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 131.

⁷⁸ M. Michalski, *SPP*, tom XIX s. 506.

⁷⁹ Szczegółowe informacje na ten temat podaje K. Zacharzewski [w:] M. Wierzbowski, i in., *Prawo... U.o.i.f.*, s. 907 i n.

⁸⁰ Art. 48 wspomina z kolei o spółce będącej podmiotem zależnym od Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, której przekazał on na podstawie umowy wykonywanie swoich zadań określonych w art. 48 ust. 1 pkt 1-6 u.o.i.f.

organu nadzoru tego państwa. Działalność Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.⁸¹ podlega z jednej strony regulacjom kodeksu spółek handlowych, a z drugiej szeregowi aktów prawnych z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi, które odnoszą się bezpośrednio do niego lub ogólnie – spółki prowadzącej depozyt papierów wartościowych⁸².

Jak słusznie zwróciła uwagę P. Zawadzka, zawarcie w jego firmie rzeczownika „depozyt” może budzić pewne wątpliwości, gdyż *przedmiotem działalności Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. nie jest bowiem prowadzenie depozytu papierów wartościowych w ogólnie przyjętym rozumieniu tego słowa, ponieważ nie przyjmuje on do depozytu żadnych papierów wartościowych*⁸³. Celem działalności Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. jest raczej zapewnienie sprawnego i bezpiecznego wykonywania transakcji⁸⁴, a faktycznie łączący go z „deponentami” stosunek prawny porównać można raczej do zlecenia albo umów o świadczenie usług w rozumieniu art. 750 k.c., niż do umowy przechowania lub depozytu nieprawidłowego⁸⁵.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. dokonuje zapisów instrumentów finansowych na kontach ich posiadaczy. Prowadzenie zapisów instrumentów finansowych jest dokonywane na kontach depozytowych, które uniemożliwiają identyfikację posiadacza danego rachunku, oraz na rachunkach papierów wartościowych. Zapisy tworzone na rachunkach papierów wartościowych muszą być zgodne ze stanem papierów wartościowych na koncie depozytowym. Zgodnie z § 36 Regulaminu Krajowego Depozytu Papierów Warto-

⁸¹ Zadania KDPW S.A. zostały określone przez art. 48 u.o.i.f. Przytaczanie ich w tym miejscu nie wydaje się celowe. Wspomnieć można jednak, że dzielą się one na obligatoryjne, jak między innymi prowadzenie depozytu papierów wartościowych i wykonywanie czynności w zakresie prowadzenia systemu rejestracji instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Z kolei do zadań fakultatywnych należy choćby rozliczanie transakcji zawieranych na rynku regulowanym.

⁸² Akcje Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. muszą mieć postać akcji imiennych. Do akcjonariuszy Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. zaliczają obecnie tylko trzy podmioty mające równą ilość akcji. Są to Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Narodowy Bank Polski i Skarb Państwa.

⁸³ P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, rozdział II s. 8.

⁸⁴ R. Biskup, *Wtórny obrót papierami wartościowymi. Zagadnienia prawne*, Bydgoszcz – Lublin 2003, s. 147.

⁸⁵ M. Świdarska-Iwicka, *Depozyt papierów wartościowych*, PPH 1995, Nr 5, s. 29, L. Koziorowski, *Obrót papierami wartościowymi złożonymi do depozytu*, PPH 1997/7, s. 36-37. Autor ten na gruncie poprzednio obowiązującego stanu prawnego w zakresie obrotu zdematerializowanego materialnymi papierami wartościowymi szukał źródła stosunku łączącego Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. z posiadaczem instrumentów w umowie sejfowej oraz umowie przechowania.

ściowych S.A., rejestracja instrumentów finansowych prowadzona jest zgodnie z zasadą podwójnego zapisu. Polega ona na tym, że każda transakcja musi znaleźć odzwierciedlenie na przynajmniej dwóch kontach ewidencyjnych⁸⁶. Zapisowi lub sumie zapisów po jednej stronie konta musi towarzyszyć równy co do wielkości zapis po przeciwnej stronie innego konta lub kont⁸⁷. Od 1 lipca 1996 roku wszystkie papiery wartościowe i inne instrumenty finansowe złożone w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. występują pod oznaczonymi kodami nadawanymi zgodni z normami *International Standard Organization (ISO)*⁸⁸.

Jednym z podstawowych pojęć systemu depozytowego jest równowaga ewidencyjna. Oznacza ona, że *rachunkom papierów wartościowych prowadzonym przez uczestników powinny odpowiadać konta depozytowe albo rachunki papierów wartościowych prowadzone przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., chyba że jego regulamin stanowi inaczej*⁸⁹. Istotą tej zasady jest, aby suma papierów wartościowych w zdeponowanych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. była równa ich sumie w domach maklerskich.

Działalnością Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. rządzą następujące zasady: zasada odrębnej rejestracji, uwzględniania typów uczestnictwa, jednoczesności zapisów, zupełności, rzetelności, przejrzystości oraz nieodwracalności transakcji. Ze względu na ramy objętościowe niniejszej pracy zasadne wydaje się tylko ich wymienienie i odesłanie do szczegółowego omówienia⁹⁰.

Ważną rolę w bieżącej działalności Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. odgrywają Szczegółowe Zasady Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, będące załącznikiem do uchwały Zarządu KDPW nr 176/09 z 15 maja 2009 roku. Jak wskazuje A. Chłopecki, natura prawna tego dokumentu nie jest jasna, nie jest on bowiem zatwierdzonym przez Komisję Nadzoru Finansowego regulaminem, do wydawania jakich Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. jest uprawniony na podstawie art. 50 u.o.i.f. Z formalnego punktu widzenia nie stanowi on źródła prawa, nie jest też elementem regulacji kontraktowych, jednakże jego faktyczne znaczenie jest bardzo poważne i Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. praktycznie wymusza jego stosowanie⁹¹. Podstawą uczestnictwa w systemie depozytowym jest zawarcie umowy

⁸⁶ Szerzej, K. Zacharzewski [w:] M. Wierzbowski i in., *Prawo..., U.o.i.f.*, s. 907 i n.

⁸⁷ A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 37-38.

⁸⁸ J. Czekaj, *op. cit.*, s. 223.

⁸⁹ A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 38.

⁹⁰ *Ibidem*.

⁹¹ *Ibidem*.

o uczestnictwo, jednakże krąg osób mogących zawrzeć taką umowę z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A. jest ściśle ograniczony przez art. 51 ust. 2 u.o.i.f.⁹²

Zwrócić należy uwagę na daleko idące zmiany w polskim systemie depozytu papierów wartościowych, do jakich doszło w 2011 roku. Do tej pory do zadań Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. należało wykonywanie czynności depozytowych, rozrachunkowych i rozliczeniowych⁹³. Po reformie Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. wykonuje już tylko czynności depozytowe oraz rozrachunkowe⁹⁴. Rozbicie czynności tradycyjnie powierzanych Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. jest uzasadnione w świetle art. 48 ust. 7 u.o.i.f. w jego nowej redakcji po zmianie z 04 września 2009 r., która miała swe źródło w implementacji dyrektywy MIFID⁹⁵. Jak pisze K. Zacharzewski *chodzi tutaj o ograniczenie wpływu niewypłacalności stron transakcji giełdowych (umów sprzedaży) na ten wycinek systemu depozytowo-rozliczeniowo-rozrachunkowego, który nie jest skonfigurowany w celu wykonywania zobowiązań opiewających na instrumenty finansowe (rozliczenie i rozrachunek), lecz leży u podstaw kreacji instrumentów finansowych (depozyt)*⁹⁶.

Przyjęte rozwiązanie polega na utrzymaniu poprzednio już obowiązującej reguły, że świadczenia z umów, których przedmiotem są zdematerializowane instru-

⁹² Uczestnikami mogą być wyłącznie podmioty, których przedmiot przedsiębiorstwa obejmuje prowadzenie rachunków papierów wartościowych lub rachunków zbiorczych, emitenci zdematerializowanych papierów wartościowych, jak również inne instytucje finansowe, jeżeli ich uczestnictwo ma na celu współdziałanie z Krajowym Depozytem lub spółką, o której mowa w ust. 1, w zakresie wykonywania zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 i 2. Z kolei ust. 3 art. 51 stanowi, że mogą to być również osoby prawne lub inne jednostki organizacyjne z siedzibą poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, wykonujące zadania w zakresie centralnej rejestracji papierów wartościowych lub rozliczania transakcji zawieranych w obrocie papierami wartościowymi, z zastrzeżeniem że podmioty, których działalność nie podlega nadzorowi właściwego organu sprawującego nadzór nad instytucjami finansowymi w państwie członkowskim albo w państwie należącym do OECD, mogą być uczestnikami za zgodą i na warunkach określonych przez Komisję. Lista ta jest z kolei rozszerzona jeszcze przez art. 51 ust. 4, zaliczający do tej grupy jeszcze zagraniczne firmy inwestycyjne oraz zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a ponadto podmioty, dla których w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. lub w spółce, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1–6, mogą być prowadzone rachunki zbiorcze.

⁹³ K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, s. 74-76, 130-131.

⁹⁴ Wykonywanie funkcji rozliczeniowych oraz prowadzenie systemu zabezpieczania płynności rozliczeń transakcji zostało przekazane spółce zależnej od Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A., a mianowicie KDPW CCP S.A. (jej poprzedniczką przez krótki czas była specjalnie powołana KDPW CLEARPOOL S.A.).

⁹⁵ K. Zacharzewski, [w:] M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo..., U.o.i.f.*, s. 907 i n.

⁹⁶ *Ibidem*.

menty finansowe będące przedmiotem depozytu w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A. powinny być spełniane na rzecz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. Poważne zmiany dokonały się w sposobie ustanawiania zabezpieczenia wierzytelności wynikających z tych umów. Wierzycielem stron obu stron umowy sprzedaży jest Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., jednak zabezpieczenia wierzytelności przyjmuje właśnie inna spółka w postaci KDPW CCP S.A. Zasady odpowiedzialności beneficjenta ustanowionych zabezpieczeń (KDPW CCP S.A.) względem wierzyciela w zakresie świadczeń wynikających z zawartych umów (Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.) określają przede wszystkim postanowienia Regulaminu Rozliczeń Transakcji, w Oddziale II Rozdziału III pt. System zabezpieczania płynności rozliczeń transakcji⁹⁷.

1.3.3. Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych S. A.

Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych S. A. (IRGiT) w kwietniu 2010 roku otrzymała od Komisji Nadzoru Finansowego zezwolenie na prowadzenie izby rozliczeniowej i izby rozrachunkowej. Uprawnia ono do prowadzenia rozliczeń i rozrachunku transakcji zawieranych na rynku regulowanym giełdowym i pozagiełdowym, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Zgodnie z art. 68a ust 14 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi Izba Rozliczeniowa i Rozrachunkowa może pełnić funkcję Giełdowej Izby Rozrachunkowej w rozumieniu Ustawy o giełdach towarowych.

Od czerwca 2010 roku prowadzona przez IRGIT Giełdowa Izba Rozrachunkowa, rozlicza transakcje zawierane na wszystkich rynkach Towarowej Giełdy Energii. (TGE) Rozpoczęcie działalności Giełdowej Izby Rozrachunkowej umożliwiło Towarowej Giełdzie Energii S.A. dalsze prowadzenie obrotu kontraktami terminowymi na dostawę energii elektrycznej. IRGiT S.A. jest także członkiem EACH (*The European Association of Central Counterparty Clearing Houses*), stowarzyszenia zrzeszającego największe izby rozliczeniowe typu CCP w Europie. Jedynym akcjonariuszem Izby Rozliczeniowej Giełd Towarowych S. A. jest Towarowa Giełda Energii S.A.

IRGIT działa w oparciu o akty wewnętrzne, takie jak Regulamin Giełdowej Izby Rozrachunkowej odnoszący się do rynku towarowego⁹⁸, który określa zasady rozliczania i rozrachunku transakcji, których przedmiotem są towary giełdowe,

⁹⁷ *Ibidem*.

⁹⁸ Tekst jednolity sporządzony przez Zarząd Izby Rozliczeniowej Giełd Towarowych SA w dniu 5 września 2011 roku, na podstawie Uchwały Rady Nadzorczej IRGiT nr 16/06/I/2010 z dnia 26 sierpnia 2010 r., podstawie Uchwały Rady Nadzorczej IRGiT nr 21/07/I/2010 z dnia 14 grudnia 2010 r., Uchwały Rady Nadzorczej IRGiT nr 15/03/I/2011 z dnia 15 lipca 2011 roku oraz na podstawie Uchwały Rady Nadzorczej IRGiT nr 20/05/I/2011.

o których mowa w art. 2 pkt. 2 oraz Regulamin Izby Rozliczeniowej i Rozrachunkowej odnoszący się do rynku finansowego⁹⁹. Określa on zasady rozliczania i rozrachunku transakcji w obrocie zorganizowanym, których przedmiotem są instrumenty finansowe, o których mowa w art.2 ust.1 pkt 2 lit. c, d, e, h, oraz i u.o.i.f..¹⁰⁰.

2. Firmy inwestycyjne

Na samym wstępie należy powtórzyć zasygnalizowane już w rozdziale I poważne wątpliwości co do przyjętej przez ustawodawcę terminologii. Wprowadzenie za prawodawcą europejskim, posługującym się anglojęzyczną siatką pojęciową, terminu firma inwestycyjna do polskiego porządku prawnego jest błędem, a razi w szczególności w akcie o charakterze wybitnie prywatnoprawnym, jakim jest kodeks spółek handlowych¹⁰¹. W prawie polskim pojęcie firmy zostało określone w art. 43¹ i in. k.c. Zgodnie z tym przepisem firma jest oznaczeniem indywidualizującym przedsiębiorcę w obrocie. Z kolei „upodmiotawianie” firmy poprzez nadanie temu pojęciu cechy synonimicznej wobec przedsiębiorstwa w rozumieniu podmiotowym jest błędem¹⁰².

Należy również położyć nacisk na rozróżnienie dwóch często – błędnie – zamiennie używanych pojęć, jakimi są firma inwestycyjna i przedsiębiorstwo inwestycyjne. Przed przystąpieniem do analizy wysunę jedynie tezę, że pojęcia te nie są tożsame¹⁰³.

Firmy inwestycyjne są głównymi uczestnikami obrotu instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym. Konieczne jest więc poświęcenie im uwagi już w tym miejscu. Kluczowym aktem posługującym się analizowanym pojęciem jest dyrektywa *MIFID*, która w swoim art. 4 pkt 1 posługuje się w wersji anglojęzycznej pojęciem „*investment firm*”, które na język polski w tekście dyrektywy zostało przetłumaczone jako „przedsiębiorstwo inwestycyjne”¹⁰⁴. W rozumieniu dyrek-

⁹⁹ Tekst jednolity sporządzony w dniu 27 września 2011 roku przez Zarząd Izby Rozliczeniowej Giełd Towarowych SA na podstawie Uchwały Rady Nadzorczej Izby Rozliczeniowej Giełd Towarowych SA nr 16/03/1/2011. Regulamin zatwierdzony został decyzją Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 9 września 2011 roku.

¹⁰⁰ Więcej informacji na stronie: <http://www.irgit.pl/pl>

¹⁰¹ art. 315, 320, 329, 331, 342, 406 i 406³ k.s.h.

¹⁰² Zamiast wielu: W.J. Katner [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. M. Pyziak-Szafnicka, Warszawa 2009, s. 517 i in.; A. Kidyba *Prawo handlowe*, Warszawa 2011, s. 34.

¹⁰³ *Vide* uwagi P. Zawadzkiej, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009, s. 31.

¹⁰⁴ Jednakże implementacja dyrektywy do polskiego porządku prawnego dokonana została w ten sposób, że nie wprowadzono do istniejących już aktów prawnych pojęcia użytego w polskiej wersji językowej dyrektywy *MIFID*, które było spójne z siatką pojęciową polskiego porządku praw-

tywy *MIFID* przedsiębiorstwem inwestycyjnym jest każda osoba prawna, której regularna działalność zawodowa lub gospodarcza polega na świadczeniu jednej lub większej liczby usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich lub prowadzeniu jednego lub większej liczby zakresów działalności inwestycyjnej. Pod warunkami wymienionymi w dyrektywie państwo członkowskie może uznać za przedsiębiorstwo inwestycyjne także podmiot nieposiadający osobowości prawnej. Zakres usług i działalności inwestycyjnej został określony w załączniku I sekcji A dyrektywy. Na polskim gruncie pojęciem firmy inwestycyjnej posługuje się głównie ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Ustawa ta wyróżnia firmy inwestycyjne¹⁰⁵ i zagraniczne firmy inwestycyjne¹⁰⁶.

Ustawowe definicje tych podmiotów sprawiają jednak wiele problemów. Nie są one definicjami w sensie logicznym, a skupiają się na ograniczeniach podmiotowych i przedmiotowych. Lista podmiotów będących w rozumieniu ustawy firmami inwestycyjnymi jest dość jasna. Są to wymienione w przepisie podmioty prowadzące działalność maklerską¹⁰⁷. Jak wskazuje K. Zaradkiewicz, *funkcjonowanie*

nego lecz przetłumaczone wprost na język polski sformułowanie angielskie, co wobec odmienności pojęcia „firmy” w prawie polskim i w porządkach prawnych systemu *common law* budzi opisane wyżej zastrzeżenia. Motyw takiego zabiegu wydaje się całkowicie niezrozumiały.

¹⁰⁵ Zgodnie z art. 3 pkt 33 u.o.i.f., firmą inwestycyjną jest dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczna osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa należącego do UE lub *WTO*, prowadząca na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

¹⁰⁶ Z kolei pojęcie zagranicznej firmy inwestycyjnej zostało wprowadzone przez art. 3 pkt 32 u.o.i.f. i oznacza osobę prawną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej z siedzibą na terytorium innego państwa członkowskiego, a w przypadku gdy przepisy danego państwa nie wymagają ustanowienia siedziby – z centralą na terytorium innego państwa członkowskiego, albo osobę fizyczną z miejscem zamieszkania na terytorium innego państwa członkowskiego, prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru działalność maklerską na terytorium innego państwa członkowskiego, jak również zagraniczną instytucję kredytową.

¹⁰⁷ Działalność maklerska z kolei została zdefiniowana w art. 69 ust. 2 u.o.i.f., który to przepis stanowi, że:

Działalność maklerska, z zastrzeżeniem art. 16 ust. 3 i art. 70, obejmuje wykonywanie czynności polegających na:

- 1) przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych;
- 2) wykonywaniu zleceń, o których mowa w pkt 1, na rachunek dającego zlecenie;
- 3) nabywaniu lub zbywaniu na własny rachunek instrumentów finansowych;
- 4) zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych;
- 5) doradztwie inwestycyjnym;
- 6) oferowaniu instrumentów finansowych;
- 7) świadczeniu usług w wykonaniu zawartych umów o subemisję inwestycyjne i usługowe lub zawieraniu i wykonywaniu innych umów o podobnym charakterze, jeżeli ich przedmiotem są instrumenty finansowe;
- 8) organizowaniu alternatywnego systemu obrotu.

firmy inwestycyjnej zostało oparte na konieczności zapewnienia odpowiedniego profesjonalizmu jej działania i obowiązku profesjonalnego i aktywnego jej zaangażowania w operacje i mechanizmy rynku giełdowego. Przyjęcie powyższego rozwiązania służy zwiększeniu stopnia bezpieczeństwa funkcjonowania i efektywności obrotu, dokonywanego w obrębie rynku kapitałowego. Prawne zagwarantowanie profesjonalizmu podmiotów, które mają bezpośredni dostęp do rynku kapitałowego i są zaangażowane w transakcje instrumentami finansowymi prowadzone w jego obrębie, przekłada się na znaczący spadek ogólnego poziomu ryzyka, z jakim związane jest funkcjonowanie tego rynku. W świetle poniższych uwag z przedstawionym poglądem tego autora zgodzić się można tylko częściowo.

3. Struktura polskiego rynku kapitałowego

W rozdziale I zostały opisane zewnętrzne ramy polskiego rynku kapitałowego na tle rozwiązań prawa europejskiego. W tej części pracy przedstawiona będzie jego struktura wewnętrzna. Scharakteryzowane zostaną pokrótce poszczególne fora obrotu, jakkolwiek określenie forum nie zawsze oddaje specyfikę tego obrotu¹⁰⁸. Punktem wyjścia dla opisu wewnętrznego rynku kapitałowego znów

Ustęp 4 rozszerza ten katalog. Działalnością maklerską jest również wykonywanie przez firmę inwestycyjną czynności polegających na:

- 1) przechowywaniu lub rejestrowaniu instrumentów finansowych, w tym prowadzeniu rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych, oraz prowadzeniu rachunków pieniężnych;
- 2) udzielaniu pożyczek pieniężnych w celu dokonania transakcji, której przedmiotem jest jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, jeżeli transakcja ma być dokonana za pośrednictwem firmy inwestycyjnej udzielającej pożyczki;
- 3) doradztwie dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej, strategii przedsiębiorstwa lub innych zagadnień związanych z taką strukturą lub strategią;
- 4) doradztwie i innych usługach w zakresie łączenia, podziału oraz przejmowania przedsiębiorstw;
- 5) wymianie walutowej, w przypadku gdy jest to związane z działalnością maklerską w zakresie wskazanym w ust. 2;
- 6) sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych;
- 7) świadczeniu usług dodatkowych związanych z subemisją usługową lub inwestycyjną;
- 8) wykonywaniu czynności określonych w pkt 1–7 oraz w ust. 2, których przedmiotem są instrumenty bazowe instrumentów pochodnych, wskazanych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. d–f oraz i, jeżeli czynności te pozostają w związku z działalnością maklerską.

¹⁰⁸ Forum kojarzy się bowiem z miejscem, a w odniesieniu do rynku kapitałowego z giełdą w tradycyjnym tego słowa znaczeniu. W dobie głównie elektronicznego składania zleceń obsługiwanych przez system komputerowy – miejsca handlu w sensie fizycznym nie ma.

być musi art. 2 pkt 6 u.n.r.k.. Ta definicja rynku kapitałowego wprowadza podstawowy podział. Przepis ten, jak już była o tym wielokrotnie mowa, wprowadza trzy segmenty rynku kapitałowego, które zostaną teraz bliżej przedstawione.

3.1. Rynek instrumentów finansowych

Wyżej wykazano, że rynek instrumentów finansowych ujmowany musi być zgodnie z zakresem przedmiotowym u.o.i.f., jak u.o.p., a nie tylko w zakresie tym ustawom wspólnym. Jednakże zakres tego rynku wyznaczają trzy grupy instrumentów finansowych:

1) prawa pochodne w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. b u.o.i.f. i towary giełdowe które mogą istnieć tylko na rynku zorganizowanym;

2) *swapy, forwards*, instrumenty rynku pieniężnego oraz pozagiełdowe instrumenty pochodne (w rozumieniu u.f.f.), tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, jednostki funduszy inwestycyjnych, które ze względu na swoją specyfikę lub wyłączenia ustawowe mogą być wyłącznie przedmiotem obrotu na rynku niezorganizowanym;

3) pozostałe instrumenty finansowe, nie wymienione do pkt 1 i 2, które mogą być przedmiotem obrotu zarówno na rynku zorganizowanym, jak i na rynku niezorganizowanym. Ich ostateczna konstrukcja będzie jednak zdecydowanie odmienna w zależności od miejsca występowania.

Segment rynku kapitałowego w postaci rynku instrumentów finansowych w rozumieniu u.o.i.f. i u.o.p. dzieli się na rynek zorganizowany i rynek niezorganizowany¹⁰⁹. Wiodące znaczenie, jako bardziej spektakularny i widoczny ma rynek zorganizowany. Jego definicja została zawarta w art. 3 pkt 9 u.o.i.f., zgodnie z którym jest to obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu. Definicja ta wynika z pkt 6 preambuły dyrektywy *MIFID*, zgodnie z którym należy wprowadzić i dostosować definicje rynku regulowanego i *MTF*, tak aby odzwierciedlały one fakt, iż charakteryzują się one tą samą funkcją zorganizowania obrotu. Z definicji należy wyłączyć systemy dwustronne, jeżeli przedsiębiorstwo inwestycyjne wchodzi w transakcje

¹⁰⁹ Rynek regulowany i alternatywne systemy obrotu tworzą, jak zostało wyżej zaznaczone rynek zorganizowany. Nie wyczerpuje on jednak pojęcia rynku instrumentów finansowych, o czym była już mowa wyżej. Instrumenty finansowe w rozumieniu u.o.i.f. są bowiem przedmiotem obrotu również poza rynkiem zorganizowanym. Dotyczy to w szczególności instrumentów rynku pieniężnego oraz instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, z których część jedynie może występować również na rynku zorganizowanym, lecz naturalnym środowiskiem ich wszystkich jest rynek prywatny (niezorganizowany).

na własny rachunek, a nie jako wolny od ryzyka kontrahent pośredniczący między kupującym a sprzedającym. Z definicji tej wynika jedynie dychotomiczny podział rynku zorganizowanego składającego się z tych dwóch części¹¹⁰.

Wyżej przytoczony art. 14 ust. 1 u.o.i.f. wprowadza definicję rynku regulowanego¹¹¹, a w ust. 2 definiuje zagraniczny rynek regulowany¹¹². Takie ujęcie, jakim posługuje się u.o.i.f., jest w pełni zgodne z art. 4 ust. 1 pkt 14 dyrektywy *MIFID*¹¹³. Pojęcie rynek regulowany jest pojęciem konwencjonalnym, co oznacza, że odnosi się ono tylko do rynków spełniających ściśle określone przesłanki, a nie do innych, niezależnie od stopnia ich formalizacji¹¹⁴. Innymi słowy, o uznaniu danego rynku za rynek regulowany nie przesądza sam fakt poddania go jakimkolwiek regulacjom (wówczas każdy rynek byłby w jakimś sensie rynkiem regulowanym), ale spełnienie przez niego ustawowych progów sformalizowania obrotu tak, by zyskał ona miano rynku regulowanego w rozumieniu u.o.i.f.

Zgodnie z art. 15 ust.1 u.o.i.f., rynek regulowany dzieli się na rynek giełdowy organizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. i pozagiełdowy organizowany przez BondSpot S.A. Art. 16 wprowadza zasadę fakultatywnej podzielności rynków regulowanych. Spółka prowadząca rynek giełdowy albo pozagiełdowy może jednocześnie organizować rynki wyodrębnione pod względem rodzaju instrumentów finansowych oraz emitentów. O fakcie podzielenia rynku poprzez wydzielenie jego części decyduje spółka go prowadząca, jednak kryteria, jakimi winna się kierować zostały narzucone przez ustawodawcę¹¹⁵.

Na rynku giełdowym dopuszczalne jest wydzielenie tak zwanego rynku oficjalnych notowań, który spełnia dodatkowe kryteria, wyższe od stawianych całemu rynkowi regulowanemu. Obecnie rynkiem takim jest tak zwany rynek podstawowy¹¹⁶.

¹¹⁰ K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*. Warszawa 2009, s. 64 i n.

¹¹¹ Dla przypomnienia, jest to działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany. Cechy rynku regulowanego zostały doprecyzowane rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 23.10.2009 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany (Dz.U. Nr 187, poz. 1447).

¹¹² Przez zagraniczny rynek regulowany rozumie się, zgodnie z ustępem 2 tego przepisu, rynek regulowany działający na terytorium innego państwa członkowskiego.

¹¹³ Tak też P. Biskup, [w:] M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo... U.o.i.f.*, s. 819.

¹¹⁴ *Ibidem*, s. 824.

¹¹⁵ *Ibidem*.

¹¹⁶ *Ibidem*.

W ramach rynku zorganizowanego istnieje również rynek, nieposiadający miana regulowanego. Jest to Alternatywny System Obrotu¹¹⁷, którego idea została zaszczerpiona przez pkt 5 preambuły dyrektywy *MIFID*, który to przepis wprost odwołał się do konieczności zapewnienia proporcjonalnych ram regulacyjnych, innymi słowy do stworzenia mniej sformalizowanego rynku przeznaczonego dla mniej renomowanych podmiotów. Rynek taki może być organizowany zarówno przez spółki prowadzące któryś z rynków regulowanych, jak i przez firmę inwestycyjną. Rynkiem spełniającym kryteria ASO jest *New Connect*, który powstał 30 sierpnia 2007 roku, organizowany przez GPW, a przeznaczony dla akcji małych spółek¹¹⁸.

Tak rozumiany kapitałowy rynek instrumentów finansowych może być dopiero, jako całość, przeciwstawiony obrotowi prywatnemu sensu stricte (dokonywanemu poza rynkiem kapitałowym, w tym poza jego niezorganizowaną – prywatną częścią), poddanemu jedynie reżimowi aktów prawa prywatnego, którego przedmiot obrotu w znacznej mierze się pokrywa z obrotem na rynku niezorganizowanym, jednak ze względu na niespełnienie przesłanek podmiotowych, nie został on objęty pojęciem rynku w rozumieniu dyrektywy *MIFID*. Funkcjonuje on na zasadach ogólnych prawa prywatnego, w tym przede wszystkim kodeksu cywilnego, kodeksu spółek handlowych oraz aktów prawnych regulujących poszczególne rodzaje papierów wartościowych, jak ustawa o obligacjach¹¹⁹, prawo wekslowe¹²⁰, prawo czekowe¹²¹. W tym reżimie dokonuje się obrót papierami wartościowymi, o ile nie zostaną spełnione przesłanki z ustawy o ofercie publicznej, których wystąpienie determinuje przeniesienie obrotu na rynek zorganizowany¹²².

¹¹⁷ *Vide* M. Wierzbowski, [w:] M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo... U.o.i.f.*, s. 659-661.

¹¹⁸ Powyższemu podziałowi wymyka się rynek obligacji *Catalyst*. Składa się on bowiem z czterech platform obrotu, z których po dwie prowadzone są przez GPW (na tych jednostką transakcyjną jest jedna obligacja) i BondSpot (na tych platformach jednostka transakcyjna ma wartość co najmniej 100.000 złotych). Każda ze spółek organizuje tu jedną platformę rynku regulowanego i jedną platformę alternatywnego systemu obrotu. Przedmiotem obrotu na rynku *Catalyst* są nie skarbowe papiery dłużne w postaci obligacji korporacyjnych, obligacji komunalnych i listów zastawnych. Rynek obligacji *Catalyst* rozpoczął działalność 30 września 2009 roku.

¹¹⁹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach, Dz.U. 1995 nr 83 poz. 420.

¹²⁰ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 roku prawo wekslowe, Dz.U. z 1936 nr 37, poz. 282.

¹²¹ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 roku prawo czekowe, Dz.U. z 1936 nr 37, poz. 283.

¹²² Przykładem umowy zawartej na rynku prywatnym jest sprzedaż akcji między dwiema osobami fizycznymi dokonująca się bezpośrednio z wydaniem dokumentów tych akcji. Innym przykładem będzie umowa opcji sprzedaży akcji, udziałów lub waluty. Umowy takie nie są więc objęte przedmiotem nadzoru KNF, nie są one (ani ich przedmiot) poddane regulacjom u.o.i.f. ani u.o.p. W związku z tym, że przedmiot niniejszej pracy są opcje które uznać można za instrument finansowy na rynku kapitałowym, opcje zawarte poza rynkiem kapitałowym nie będą poddane bliższej analizie.

3.2. Rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania

Rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania rozumiany winien być, jak się wydaje, jako całość czynności funduszu inwestycyjnego, do których zaliczymy odpowiednie usługi z katalogu czynności maklerskich¹²³, o których mowa w art. 69 ust. 2 u.o.i.f., a odnoszących się do dwóch instrumentów finansowych, jakimi są jednostki funduszu oraz tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania. Warto zwrócić uwagę na art. 3 u.f.f., zgodnie z którym to przepisem fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe.

Zaznaczyć również trzeba, że na gruncie rynku usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne pojęcie publicznego oferowania ma nieco inne znaczenie niż znane z ustawy o ofercie publicznej. Jest nim bowiem dopiero proponowanie nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata (art. 3 ust. 2 ustawy). Bliższa analiza tych usług nie wydaje się jednak celowa w pracy poświęconej instrumentom finansowym rynku kapitałowego.

3.3. Rynek towarów giełdowych

Rynek towarów giełdowych został określony w ustawie o giełdach towarowych. W pierwszej kolejności należy podkreślić, że towar giełdowy nie jest instrumentem finansowym. Wynika to z dwóch przyczyn. Po pierwsze, u.g.t. w odniesieniu do pojęcia instrumentu odsyła do u.o.i.f., w której liście instrumentów finansowych brak towarów giełdowych. Po drugie u.n.r.k. dokonując podziału rynku kapitałowego wyraźnie odróżniła rynek instrumentów finansowych od rynku towarów giełdowych. Jednakże instrumentami finansowymi będą wszystkie instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest któryś z towarów giełdowych z zastrzeżeniem art. 2 pkt 2 lit. e u.g.t., który wyraźnie wskazuje na inną kategorię normatywną w postaci derywatów¹²⁴ niebędących instrumen-

¹²³ Pogląd ten wyrażony jest z całą świadomością wyłączenia funduszy inwestycyjnych z grona podmiotów mogących świadczyć usługi zaliczane do maklerskich, może je jednak świadczyć bez uzyskania zgody KNF.

¹²⁴ Vide T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty podatkowoprawne*, Warszawa 2004, s. 110 i n.

tami finansowymi. W rozumieniu u.t.g. są one towarem giełdowym, a nie instrumentem finansowym. Konstrukcyjnie nie różnią się one jednak niczym od praw pochodnych, na co zwrócił już A. Chłopecki¹²⁵.

W pierwszej kolejności refleksji poddać należy pojęcie towaru, które nie jest zakorzenione na gruncie prawa prywatnego. Jak wskazuje W. J. Katner, w języku prawnym dla określenia przedmiotów materialnych znajdujących się w obrocie prawnym przyjęto pojęcie rzeczy. Towary były z kolei używane dla określenia tych samych przedmiotów, ale w ujęciu ekonomicznym, a nie prawnym. Określenie towary ma jednak szersze znaczenie od rzeczy w prawnym rozumieniu, gdyż obejmuje wszelkie dobra i usługi znajdujące się w obrocie prawnym, a nie tylko przedmioty materialne¹²⁶. W ujęciu J. Wasilkowskiego *rzeczami [...] są materialne części przyrody w stanie pierwotnym lub przetworzonym, na tyle wyodrębnione (w sposób naturalny lub sztuczny), że w stosunkach społeczno – gospodarczych mogą być traktowane jako dobra samoistne*¹²⁷. Pojęcie rzeczy odnosi się więc tylko do przedmiotów materialnych¹²⁸. Bardzo rzadko ustawodawca regulujący stosunki prywatnoprawne posługuje się terminem towarów¹²⁹. Pojęcie towaru jest jednak powszechnie stosowane w ustawodawstwie podatkowym¹³⁰.

Definicja towaru giełdowego została wprowadzona przez art. 2 pkt 2 u.g.t.¹³¹. K. Gorzelak dokonał podziału towarów giełdowych na trzy grupy dokonując niejako subsumpcji przepisu ustawy pod podział wyrażony przez

¹²⁵ A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Kraków 2001, s. 384.

¹²⁶ W. J. Katner [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. I, *Prawo cywilne – część ogólna*, red. M. Safjan, Warszawa 2007, s. 1200.

¹²⁷ J. Wasilkowski, *Zarys prawa rzeczowego*, Warszawa 1963, s. 8-9.

¹²⁸ E. Gniewek [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, (red.) E. Gniewek, Warszawa 2008, s. 111.

¹²⁹ Czyni tak na przykład w ustawie o terminach zapłaty w transakcjach handlowych.

¹³⁰ Posługuje się nim między innymi ustawa z dnia 11 marca 2004 roku o podatku od towarów i usług, Dz.U. 2004 nr 54 poz. 535.

¹³¹ Zgodnie z tym przepisem towaremi giełdowymi są:

- a) oznaczone co do gatunku rzeczy,
- b) różne rodzaje energii,
- c) limity wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń,
- d) prawa majątkowe wynikające ze świadectw pochodzenia, o których mowa w art. 9e ust. 1, art. 9l ust. 1 i art. 9o ust. 1 ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 r. – *Prawo energetyczne* (Dz.U. z 2006 r. Nr 89, poz. 625, z późn. zm.2)),
- e) niebędące instrumentami finansowymi prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji, emisji zanieczyszczeń lub praw majątkowych, o których mowa w lit. d,
- f) prawa majątkowe wynikające ze świadectwa efektywności energetycznej, o których mowa w art. 25 ust. 1 ustawy z dnia 15 kwietnia 2011 r. o efektywności energetycznej (Dz.U. Nr 94, poz. 551).

J. Wasilkowskiego¹³². Zdaniem autora do dóbr majątkowych będących przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku towarowym możemy zaliczyć w pierwszej kolejności rzeczy oznaczone co do gatunku, takie jak ropa, węgiel, gaz ziemny, zboże. Do drugiej grupy wejdą różne rodzaje energii, będącej postacią siły przyrody. Do trzeciej kategorii dóbr, tj. do przedmiotów niematerialnych będących wytworami życia społecznego, w obrębie dóbr będących przedmiotem obrotu na rynkach towarowych zaliczyć należy prawa majątkowe wynikające ze świadectw pochodzenia, uprawnienia do emisji, jednostki redukcji emisji oraz jednostki poświadczonych redukcji emisji, których cechą wspólną jest brak substratu materialnego¹³³. W tej kategorii mieszczą się również derywaty niebędące instrumentami finansowymi w rozumieniu u.o.i.f. Na podstawie powyższego widać, że przedmiot obrotu na rynku towarowym nie wyczerpuje się w pojęciu rzeczy, a jego zakres jest szerszy¹³⁴, porównywalny do angielskiego *goods*¹³⁵, co skłania do wyrażenia aprobaty dla przyjętego rozwiązania legislacyjnego, jakim jest używanie pojęcia towar, a nie rzecz.

Towar został zdefiniowany przez rozporządzenie *MIFID III*, które w art. 2 pkt 1 przyjęło, że towar oznacza wszelkie dobra o charakterze zamiennym, podlegające dostawie, w tym metale, rudy i stopy metali, produkty rolne i energia, m.in. energia elektryczna. Definicja ta, jako zawarta w rozporządzeniu ma bezpośrednie zastosowanie w prawie polskim w zakresie regulowanym tym rozporządzeniem. K. Gorzelak słusznie zwrócił uwagę, że pojęcie zamienności użyte przez prawodawcę europejskiego mogłoby być na gruncie prawa polskiego pomocniczo interpretowane przez pryzmat uchylonego już dekretu – prawo rzeczowe z 1946 roku¹³⁶, który wprowadzał podział rzeczy na zamienne i niezamienne, a *zamiennosc danego dobra rozumieć można jako traktowanie go przez uczestników obrotu jako dokładanie takie samo, jak inne dobro, spełniające te same obiektywne parametry*¹³⁷. Autor słusznie przyjął, że na gruncie u.g.t. użyteczne jest pojęcie zamienności autorstwa F. Zolla, według którego można mówić o zamienności *jeżeli stronom czynności prawnej chodzi tylko o rodzaj i jakość rzeczy (genus) np. tyle i tyle metrów takiego a takiego sukna, tyle drzewa takiego a takiego gatunku itp. – a więc rzeczy, które w czynności prawnej określa się za pomocą liczby, miary, wagi itp.*¹³⁸.

¹³² J. Wasilkowski, [w:] *System prawa cywilnego*, t. II, *Prawo własności i inne prawa rzeczowe* (red.) J. Ignatowicz, Ossolineum 1977, s. 46.

¹³³ K. Gorzelak, A. Barciszewska, J. Barciszewska, T. Rogalski, *Towary giełdowe i towarowe instrumenty pochodne*, Warszawa 2011, Rozdział I s. 1.

¹³⁴ *Ibidem*, s. 2.

¹³⁵ W. J. Katner, *K.C. Komentarz*, (red.) M. Pyziak – Szafnicka, s. 458.

¹³⁶ Dz.U. z 1946 nr 57 poz. 319.

¹³⁷ K. Gorzelak, *op. cit.*, Rozdział I s. 2.

¹³⁸ F. Zoll, *Prawo cywilne w zarysie*, t. II, *Prawo rzeczowe*, z. 1, Kraków 1947, s. 15.

Wskazać należy na różnicę między definicjami towaru w u.g.t. oraz Rozporządzeniu *MIFID* III. Definicja zawarta w akcie prawa europejskiego jest węższa, nie obejmuje bowiem przedmiotów będących wytworem życia społecznego takich jak chociażby prawa majątkowe wynikające ze świadectwa efektywności energetycznej. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi odnosi się wprost do wąskiej definicji towaru zawartej w rozporządzeniu *MIFID* III. W związku z tym uznać należy, że instrumentami finansowymi odnoszącymi się do towarów będą w rozumieniu u.o.i.f. tylko instrumenty odnoszące do towaru w wąskim znaczeniu, a nie do praw majątkowych wynikających ze świadectwa efektywności energetycznej i uprawnień do emisji, o ile nie jest to wyraźnie wskazane, jak w art. 3 pkt 28a u.o.i.f. Tak więc na gruncie prawa polskiego występują dwa pojęcia towaru – szerokie na gruncie u.g.t. i wąskie na gruncie u.o.i.f.¹³⁹.

Z punktu widzenia niniejszej pracy nie ma to jednak znaczenia, gdyż opcja jako instrument finansowy na rynku kapitałowym może rzecz jasna występować jako instrument finansowy w rozumieniu u.o.i.f. oraz jako instrument finansowy niezaliczający się do instrumentów finansowych w rozumieniu tej ustawy. Z tą ostatnią sytuacją będziemy mieli do czynienia właśnie przy opcjach, jako niebędących instrumentami finansowymi w rozumieniu u.o.i.f. prawach majątkowych¹⁴⁰, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji, emisji zanieczyszczeń lub praw majątkowych, o których mowa w art. 2 pkt 2 lit. „e” u.g.t. Rynkiem kapitałowym nie jest przecież tylko rynek instrumentów finansowych w rozumieniu u.o.i.f. i u.o.p., lecz również rynek towarów giełdowych w rozumieniu u.t.g.¹⁴¹.

W tym miejscu należy zwrócić uwagę na podział rynku towarów giełdowych dokonany przez u.g.t. Art. 2 pkt 2 u.g.t. wprowadza podział rynku towarów giełdowych, a więc segmentu rynku kapitałowego w rozumieniu u.n.r.k., na dwie części. Pierwszą stanowią towary dopuszczone do obrotu na danej giełdzie towarowej. Drugą są towary dopuszczone do obrotu organizowanego zgodnie z odrębnymi przepisami.

¹³⁹ K. Gorzelak, *op. cit.*, Rozdział I s. 3.

¹⁴⁰ mowa o nich w art. 3 ust. 1 u.g.t.

¹⁴¹ Ze względu na zakres pracy nie zostaną przedstawione towary giełdowe niewykazujące cech derywatów. Odniesienie do opcji znaleźć one mogą jednak, jako jej instrumenty bazowe. Przedmiotem rozważań będą natomiast towary giełdowe w postaci niebędących instrumentami finansowymi (w rozumieniu u.o.i.f.) prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji, emisji zanieczyszczeń lub praw majątkowych wynikających ze świadectw pochodzenia, o których mowa w art. 9e ust. 1, art. 9l ust. 1 i art. 9o ust. 1 ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 r. – Prawo energetyczne (zwane dalej świadectwami pochodzenia). Opcje te będą przedmiotem rozważań w dalszej części pracy.

Obecnie jedyną giełdą towarową w Polsce w rozumieniu u.g.t. jest Towarowa Giełda Energii S.A. Prowadzi ona kilka odrębnym rynków o dość specyficznych nazwach. Najstarszym jest Rynek Dnia Następnego, który funkcjonuje od 30 czerwca 2000 roku. Jest on rynkiem kasowym, na którym przedmiotem obrotu jest energia elektryczna. Jego głównym zadaniem jest kreowanie cen energii elektrycznej dla pozostałych kontraktów zawieranych na hurtowym rynku energii elektrycznej w Polsce. Sytuacja na tym rynku daje sygnały dla wygenerowania nowych mocy wytwórczych, co pozwala jednocześnie na wycenę spółek zajmujących się wytwarzaniem i handlem energią. Wykonanie umów zawartych na tym rynku ma charakter rzeczywisty, co oznacza, że ich skutkiem jest rzeczywiste nabycie energii elektrycznej.

Drugim rynkiem na TGE jest Rynek Terminowy Towarowy (RTT), który został uruchomiony 19 listopada 2009 roku. Jak sama nazwa wskazuje, w przeciwieństwie do Rynku Dnia Następnego, RTT jest rynkiem terminowym, co oznacza, że zawierane są na nim kontrakty terminowe, których instrumentem bazowym jest energia elektryczna. Dzięki temu uczestnicy rynku mogą zapewnić sobie zakup lub sprzedaż energii elektrycznej po ustalonej z góry cenie nawet w rocznym horyzoncie. Wykonanie kontraktów terminowych zawartych na tym rynku odbywa się poprzez fizyczne dostarczenie energii elektrycznej kupującemu za zapłatą ceny.

Kolejnym fragmentem giełdowego rynku towarowego na TGE są tak zwane Aukcje Energii. Celem tego rynku jest umożliwienie nabycia dużej ilości energii w dłuższym okresie (kwartał, rok). Wniosek o zorganizowanie aukcji składa oferent w terminie nie późniejszym, niż 7 dni przed planowanym jej terminem. Transakcje zawierane są po cenie transakcyjnej równej limitowi ceny, jaki został podany w zleceniu uczestnika aukcji. W pierwszej kolejności dochodzi do zawarcia umów w wyniku przyjęcia ofert z najwyższą ceną dla zleceń kupna i najniższą ceną dla zleceń sprzedaży. Oferty z równymi limitami ceny są realizowane według czasu złożenia oferty.

Rynek Praw Majątkowych (RPM) funkcjonuje od 28 grudnia 2005 roku, a przedmiotem obrotu na nim są świadectwa pochodzenia dla energii elektrycznej wyprodukowanej w tak zwanych Odnawialnych Źródłach Energii (OZE).

Najwięcej emocji budzi Rynek Uprawnień do Emisji (RUE). Jest on integralną częścią krajowego i europejskiego Systemu Handlu Uprawnieniami do Emisji CO₂. Rynek ten działa od dnia 19 września 2006 roku. Przeznaczony jest dla instalacji uczestniczących w europejskim systemie handlu uprawnieniami do emisji CO₂ i wszystkich podmiotów zainteresowanych ich obrotem. Sesje handlowe odbywają się dwa razy w tygodniu – we wtorki i w czwartki. Jest to rynek kasowy, to znaczy, że realizacja umów odbywa się niezwłocznie o po ich zawarciu.

Ostatnim fragmentem rynku TGE jest Rynek Dnia Bieżącego (RDB). Głównym celem tego rynku jest korygowanie cen energii mającej być dostarczonej w dniu następnym w stosunku do zawarcia umowy¹⁴².

Przedmiotem obrotu na przedstawionych wyżej rynkach są towary giełdowe. Z drugiej strony funkcjonuje rynek towarów dopuszczonych do obrotu organizowanego zgodnie z odrębnymi przepisami. Jest to więc rynek pozagiełdowy. Przez odrębne przepisy ustawodawca miał na myśli art. 21 ust. 3 a u.o.i.f. w związku z art. 33 ust. 3 u.o.i.f., które to przepisy stanowią, że spółka prowadząca giełdę towarową może jednocześnie prowadzić dla towarów giełdowych rynek pozagiełdowy. Jest on odrębnym rynkiem od towarowego rynku giełdowego mimo, że organizowany jest przez ten sam podmiot.

1.4. Podsumowanie

W rozdziale tym przedstawiono najważniejsze instytucje polskiego rynku kapitałowego oraz jego strukturę. Było to o tyle zasadne, że ramy tego rynku wyznacza właśnie zakres działania Komisji Nadzoru Finansowego, albo też ściślej – zakres działania Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym odnosi się do całego rynku kapitałowego. Jednym z najważniejszych segmentów rynku kapitałowego, jest rynek instrumentów finansowych. Zasadne jest więc przyjęcie wniosku, że obrót instrumentami finansowymi w rozumieniu u.o.i.f. dokonuje się w całości na rynku kapitałowym. Dokonano rozróżnienia rynku zorganizowanego i obrotu poza rynkiem zorganizowanym z podkreśleniem, że jest on również elementem rynku kapitałowego.

Bliższe przedstawienie firm inwestycyjnych było konieczne ze względu na definicję instrumentów finansowych w dyrektywie *MIFID*, która pozwala pośrednio przyjąć, że umowa odnosząca się do danego instrumentu zawarta jest na rynku kapitałowym, gdy co najmniej jedną jej stroną jest właśnie firma inwestycyjna, która zawiera ją w ramach swojej działalności inwestycyjnej. Ma to szczególne znaczenie dla kwalifikacji jako instrumentów finansowych rynku kapitałowego umów zawieranych poza rynkiem zorganizowanym.

Wskazano również, że rynek kapitałowy nie ogranicza się do rynku instrumentów finansowych, ale obejmuje również inne jego segmenty (rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne, rynek towarowy, na którym przedmiotem obrotu są towary, które mogą być instrumentami bazowymi pochodnych instrumentów finansowych, a niektóre derywaty uzyskały wręcz miano towaru giełdowego).

¹⁴² Informacje o rynkach funkcjonujących na TGE pochodzą ze strony internetowej: <http://www.tge.pl/pl>

ROZDZIAŁ III

GENEZA I POJĘCIE INSTRUMENTU FINANSOWEGO

1. Ogólne pojęcie instrumentu finansowego

Wydaje się, że analizowanie pojęcia języka prawnego użytego przez dany akt prawny powinno być rozpoczęte od przedstawienia jego znaczenia w języku potocznym, następnie w języku prawniczym, by następnie przejść do języka prawnego. Tylko taka kolejność pozwoli uchwycić znaczenie tego pojęcia. Jest to podejście w szczególności uzasadnione na gruncie instrumentów finansowych, których definicja ma charakter jedynie przyporządkowujący, przez co nawet nie stara się uchwycić ich istoty.

Pod pojęciem instrumentu rozumie się *przynrząd używany zwłaszcza do czynności wymagających precyzji*, jak również *środek służący do realizacji czegoś*¹. Używa się tego słowa zwłaszcza w aspekcie instrumentów muzycznych, chirurgicznych, nawigacyjnych i finansowych. Wstępnie stwierdzić można, że instrument finansowy jest precyzyjnym narzędziem (konstrukcją prawną) służącym osiągnięciu określonego celu mającego wymiar finansowy. Instrument jest często używanym pojęciem w aktach prawa europejskiego². Można go spotkać nawet w znaczeniu samego aktu prawnego³ oraz sposobu realizacji konkretnego celu politycznego, ekonomicznego lub społecznego⁴.

¹ <http://sjp.pwn.pl/szukaj/instrument>

² Np. art. 188r Traktatu Lizbońskiego z dnia 17 grudnia 2007 roku (Dz. Urz. UE 2007/C 306/01) zd. 2: *Unia mobilizuje wszystkie będące w jej dyspozycji instrumenty, w tym środki wojskowe udostępnione jej przez Państwa Członkowskie [...]*.

³ Np. art. 5 ust. 3 Postanowień końcowych Traktatu Lizbońskiego: *Odesłania do motywów, artykułów, sekcji, rozdziałów, tytułów i części Traktatu o Unii Europejskiej i Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską, zmienione niniejszym Traktatem, zawarte w innych instrumentach lub aktach [...]*.

⁴ Np. art. 177 Traktatu z dnia 30 marca 2010 roku o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej – wersja skonsolidowana z 2010 roku (Dz. Urz. UE 2012/C 326/01). *Według tej samej procedury określone są również ogólne zasady mające do nich zastosowanie, jak również przepisy niezbędne do zapewnienia ich skuteczności oraz koordynacji funduszy między sobą i z innymi istniejącymi instrumentami finansowymi*.

Instrumenty finansowe bywają definiowane dość ogólnie, jako umowy regulujące zależność finansową między stronami⁵. Ujęcie takie wydaje się jednak zdecydowanie zbyt szerokie, bowiem każda chyba umowa cywilnoprawna odnosi się do zależności finansowej między stronami (nawet nieodpłatna przecież umowa darowizny polega na przeniesieniu własności pod tytułem darmym, co ma wymiar majątkowy, a więc występuje w szeroko rozumianym ujęciu finansowym). Ważnym elementem tej teorii jest jednak umowny charakter instrumentów finansowych.

J. Czekaj i J. Raganiewicz uznają instrument finansowy za pojęcie pokrewne papierowi wartościowemu. Ich zdaniem instrument finansowy jest dokumentem stwierdzającym istnienie określonych praw majątkowych przysługujących jego właścicielowi. W tym ujęciu instrumenty finansowe są grupą szerszą od papierów wartościowych, bowiem obejmują poza nimi również instrumenty pochodne i waluty⁶. Definicja ta zmierza z kolei ku nadaniu instrumentom finansowym charakteru prawnorzeczowego. Jest to częste zjawisko na gruncie nauk ekonomicznych, które w zbyt daleko idącym uproszczeniu operują w zasadzie dwoma pojęciami prawnymi, jakimi są „własność” w odniesieniu do niemal każdego prawa podmiotowego oraz „sprzedaż” w odniesieniu do prawie każdej umowy, która rodzi po jednej ze stron obowiązek świadczenia pieniężnego wobec kontrahenta⁷. W tym ujęciu mamy najczęściej do czynienia ze „sprzedażą produktu”, którym to mianem określa się nawet umowę kredytu. Na gruncie języka prawniczego i prawnego jest jednak z oczywistych względów nie do przyjęcia.

Zdaniem M. Lemonnier, instrument finansowy to *zespół narzędzi pieniężnych wykorzystywanych do różnych celów i w różnych dziedzinach życia społecznego, w różnych stosunkach gospodarczych* a ich cechą charakterystyczną jest *wpływ na gospodarkę i forma pieniężna*. Autorka pod pojęciem instrumentu finansowego rozumie *tytuł własności lub długu*. Do instrumentów finansowych zalicza, poza papierami wartościowymi, również *instrumenty fiskalne, monetarne i inne środki pozyskiwania pieniędzy na potrzeby budżetu*⁸. W takim szerokim ujęciu instrumentami finansowymi są również stopy procentowe NBP. Definicja ta, mimo pewnych nieścisłości („forma pieniężna”) oraz wysokiego stopnia abstrakcyjności zasługuje na uwagę, bowiem istoty instrumentów finansowych poszukuje w ich funkcji. Mogą to być w tym ujęciu konstrukcje oparte zarówno na własności (a więc prawie rze-

⁵ P. Zawadzka, [w:] *Rynki finansowe...*, s. 23.

⁶ J. Czekaj, *op. cit.*, s. 18.

⁷ „sprzedażą produktu” określa się w praktyce bankowej nawet zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego.

⁸ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 76.

czowym), jak i prawach obligacyjnych. Podejście takie zakłada samo w sobie brak tożsamości konstrukcji jurystycznej poszczególnych instrumentów finansowych. W świetle poniższych wywodów stanowisko takie uznać należy za najtrafniejsze z dotychczas wyrażonych.

Podkreślić trzeba, że pojęcie instrumentu finansowego nie jest zarezerwowane dla prawa rynku kapitałowego. Za instrumenty finansowe winny być uznane takie konstrukcje prawne o wymiarze finansowym, jak na przykład akredytywa lub gwarancja bankowa. To samo dotyczy również weksli i czeków, które są przecież przedmiotem wyłączenia z art. 1 ust. 2 u.o.i.f. Ich celem jest przecież precyzyjne wpłynięcie na sytuację finansową stron. Nie są one jednak przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Część konstrukcji uznanych za instrumenty finansowe może występować zarówno na rynku kapitałowym, jak i poza nim. Instrumentami finansowymi rynku kapitałowego stają się one dopiero w pewnym kontekście podmiotowym i przedmiotowym⁹. Są to wszystkie papiery wartościowe, o których mowa w art. 3 pkt 1 lit. a u.o.i.f., jak również wszystkie instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi w rozumieniu u.o.i.f., o których mowa w jej art. 2 ust. 1 pkt 2. Natomiast instrumenty finansowe nazywane prawami pochodnymi, wymienione w art. 3 pkt 1 lit. „b” u.o.i.f. występują tylko na rynku kapitałowym¹⁰.

W moim odczuciu instrumentem finansowym poza rynkiem zorganizowanym powinno się nazywać określoną umowę odnoszącą się do danego papieru wartościowego, a nie sam papier wartościowy. O ile bowiem papier wartościowy występujący na rynku kapitałowym jest siłą rzeczy przedmiotem świadczenia wynikającego z umowy – najczęściej z umowy sprzedaży, to poza tym rynkiem może on być przedmiotem świadczenia wynikającego z szeregu innych umów, a nawet jednostronnych czynności prawnych (jak choćby przyjęcie oferty). W przypadku instrumentów pochodnych¹¹ takie rozróżnienie nie będzie miało miejsca. Z konstrukcyjnego punktu

⁹ *Vide* rozdział I.

¹⁰ Przykładem instrumentu finansowego, który jest przedmiotem obrotu i na rynku kapitałowym i poza nim jest akcja. Jej „wstąpienie” na rynek kapitałowy jest uwarunkowane właściwościami podmiotów zawierających umowę, której akcja ta jest przedmiotem, jak również treścią i celem tej umowy. To samo dotyczy umowy opcji, która może być zawarta w identycznej postaci (rzecz jasna w odniesieniu do opcji niebędących papierami wartościowymi w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi), a w zależności od statusu stron będzie instrumentem finansowym na rynku kapitałowym lub instrumentem finansowym występującym poza rynkiem kapitałowym. Jednakże w odniesieniu do papierów wartościowych będących instrumentami finansowymi w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. „a” u.o.i.f., występujących również poza rynkiem kapitałowym postawić należy pytanie o zasadność nazywania ich instrumentami finansowymi.

¹¹ Ich konstrukcja zostanie wyjaśniona niżej.

widzenia wyglądają one bowiem tak samo na rynku zorganizowanym i poza nim. Dotyczy to w szczególności instrumentów pochodnych niebędących papierami wartościowymi, które nie są niczym innym, jak umowami¹².

2. Cel wprowadzenia do prawa rynku kapitałowego pojęcia instrumentu finansowego

Już na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku A. Szpunar dostrzegał ogromne problemy związane z obrotem na rynku kapitałowym, przed rozwiązaniem których będzie musiało stanąć prawo cywilne pisząc, że *wprowadzenie gospodarki rynkowej z giełdą i obrotem papierami wartościowymi stwarza mnóstwo problemów prawnych. Powszechnie podkreśla się potrzebę nowego, rzeczowego spojrzenia na instrumenty prawne, które są konieczne, aby mechanizmy te właściwie funkcjonowały*¹³. Uczony ten zdawał sobie sprawę, że dotychczasowe, tradycyjne konstrukcje prawa cywilnego nie w pełni korespondują z zasadami nowoczesnego obrotu giełdowego takimi, jak na przykład dematerializacja¹⁴. Potrzeba zmian była więc ewidentna, natomiast ich kierunek i sposób wykonania mogą być oczywiście dyskusyjne.

Wprowadzenie do prawa rynku kapitałowego nowoczesnego pojęcia instrumentu finansowego jest wynikiem skrzyżowania się dwóch niezależnych od siebie tendencji. Pierwszą jest urozmaicenie i zróżnicowanie obrotu na rynkach w porównaniu do ich pierwotnego charakteru. Obecnie przedmiotem cyrkulacji na rynku kapitałowym nie są już jedynie towary giełdowe i papiery wartościowe, ale wiązki praw i obowiązków wynikających z zawartych umów o niezwykle skomplikowanej strukturze. Te wiązki praw i obowiązków nie mieszczą się w żaden sposób w pojęciu towaru giełdowego ani papieru wartościowego, jednak obrót nimi na rynku zorganizowanym pod względem formy i organizacji jest do nich zbliżony¹⁵.

Drugą tendencją jest zwiększenie nacisku na sferę bezpieczeństwa i organizacji obrotu, co dokonuje się głównie za pomocą norm o charakterze administracyjnoprawnym i prawnokarnym, które przykładają dużo mniejszą wagę do cywilnoprawnej konstrukcji przedmiotu cyrkulacji, zbiorowo traktując towary

¹² M. in. w odniesieniu do opcji, M. Romanowski [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. IX, *Prawo zobowiązań – Umowy nienazwane* red. W.J. Katner, Warszawa 2010, s. 598.

¹³ A. Szpunar, *Akcje jako papiery wartościowe*, PiP 1993/11-12, s. 13.

¹⁴ O czym będzie mowa w rozdziale IV.

¹⁵ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 174.

giełdowe, papiery wartościowe i umowy. Mamy więc do czynienia ze zdecydowaną przewagą regulacji modelu operacyjnego (odnoszącymi się do sposobu obrotu) rynku kapitałowego nad regulacjami modelu normatywnego (ukierunkowanymi na przedmiot obrotu)¹⁶.

Już sama nazwa ustawy o obrocie instrumentami finansowymi sugeruje, że jej celem jest stworzenie ram organizacyjno prawnych dla dokonywania obrotu instrumentami finansowymi, co w połączeniu z analizowaną w poprzednich rozdziałach definicją rynku kapitałowego (jako rynku instrumentów finansowych w rozumieniu u.o.i.f.), każe przyjąć wniosek, że u.o.i.f. reguluje przede wszystkim obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym, chociaż zdecydowany nacisk położony jest na jego główną część, jaką jest rynek zorganizowany. Sam przedmiot tego obrotu, jakim są instrumenty finansowe, uregulowany został w sposób minimalistyczny. Ustawa poza kilkoma przepisami mającymi zastosowanie również do obrotu prywatnego, poświęcona jest w całości obrotowi na rynku zorganizowanym.

Podkreślić należy, że na rynku kapitałowym instrumenty finansowe nie są jedynym przedmiotem obrotu. Istnieją bowiem równolegle do instrumentów finansowych „towary giełdowe”, odgrywające na rynku towarowym podobną rolę do instrumentów finansowych na rynku tych instrumentów¹⁷. Rynek towarowy jest oczywiście częścią rynku kapitałowego. W dalszej części pracy będę się odnosił już tylko do instrumentów finansowych, bowiem opcje ukierunkowane na towary giełdowe, zaliczane do towarowych instrumentów pochodnych, są instrumentami finansowymi w rozumieniu u.o.i.f., a nie towarami giełdowymi¹⁸.

Przedstawione wyżej pojęcie instrumentu finansowego, jako przedmiotu obrotu na rynku kapitałowym zderza się z potocznym ujmowaniem obrotu giełdowego, którego przedmiotem są przede wszystkim akcje i inne papiery wartościowe. Występują tam one obok walut, surowców, metali szlachetnych i produktów rolnych. Przedmiotem obrotu są nawet uprawnienia do emisji dwutlenku węgla. Instrumentami finansowymi jest część z tych przedmiotów, a to papiery wartościowe w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. „a” u.o.i.f. Obok nich instrumentami finansowymi są wiązki praw i obowiązków, których wartość uzależniona jest od ceny lub poziomu danego indeksu. Są to instrumenty pochodne. Część instrumentów pochodnych, o których mowa w art. 3 pkt 1 lit. „b” u.o.i.f. jest jednocześnie papierami

¹⁶ M. Lemonnier, *op. cit.*, s. 213.

¹⁷ dotyczy to również rynku usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i instytucje wspólnego inwestowania, chociaż usługi te same w sobie nie są oczywiście przedmiotem obrotu.

¹⁸ co wynika z art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. „d” u.o.i.f.

wartościowymi, ale tylko na gruncie u.o.i.f.¹⁹. Problem kwalifikacji instrumentów finansowych będących w rozumieniu u.o.i.f. papierami wartościowymi, jako papierów wartościowych w rozumieniu k.c. zostanie przedstawiony w rozdziale IV.

Na giełdach nie zawierano jedynie umów sprzedaży wyżej wymienionych dóbr. Już w XIX wieku stały się popularne kontrakty terminowe i opcje, pozwalające zawrzeć określone umowy w przyszłości. Z biegiem czasu te umowy uległy standaryzacji. Upodobniły się, jeśli chodzi o ich cechy zewnętrzne, jak sposób zawarcia umowy, pośrednictwo maklerskie i uczestnictwo izby rozliczeniowej do standaryzowanych umów sprzedaży papierów wartościowych i innych rzeczy będących przedmiotem obrotu na giełdach. Doszło do sytuacji, w której przestano rozróżniać umowy sprzedaży papierów wartościowych i towarów giełdowych od umów zmierzających do zawarcia umów sprzedaży (pierwszych instrumentów pochodnych). Zmiany podmiotowe po stronie tych drugich umów potraktowano jako handel kontraktami, które to kontrakty uznano za przedmiot obrotu. Na gruncie prawa polskiego jest to szczególnie kontrowersyjne²⁰, ponieważ zmiana podmiotowa po danej stronie umowy nie jest konstrukcją jednolitą, a dokonuje się jedynie poprzez dwie niejako oddzielne czynności, jakimi są przelew wierzytelności i przejęcie długu, z których każde obwarowane jest przeciw odrębnymi przesłankami²¹. W praktyce w związku z tym najczęściej dochodzi do rozwiązania jednej umowy oraz zawarcia innej z innym już podmiotem. Jednakże infiltracja polskiego prawa rynku kapitałowego przez normy prawa europejskiego, które w dużej mierze wywodzą się z systemu *common law* stwarza sytuację, w której ujęcie „kontraktu”, jako przedmiotu umowy sprzedaży staje się faktem, mimo że sprzecznym z podstawowymi zasadami polskiego prawa cywilnego. J. Mojak uznał słusznie, że koncepcja sprzedaży wierzytelności opiera się na fałszywym założeniu²². Można domniemywać, że podobne stanowisko autor zająłby w odniesieniu do koncepcji „sprzedaży umowy wzajemnej” jako wiązki wierzytelności i zobowiązań. Podkreślić jednak należy, że opisane wyżej zjawisko występuje jedynie na zorganizowanej części rynku kapitałowego w odniesieniu do instrumentów finansowych będących papierami wartościowymi w rozumieniu u.o.i.f.

¹⁹ Inaczej K. Zacharzewski, który uznaje, że na giełdzie dochodzi do sprzedaży „waloru giełdowego”, którym są papiery wartościowe i inne instrumenty finansowe, *op. cit.*, 246 i n., tenże: *Umowa...*, s. 193 i n.

²⁰ J. Mojak, *Obrót wierzytelnościami*, Warszawa 2012, s. 15-18.

²¹ E. Łętowska [w:] Z. Radwański (red.) System Prawa Cywilnego, t. III cz. 1, *Prawo zobowiązań – część ogólna*, Wrocław, Warszawa, Kraków, Gdańsk, Łódź 1981, s. 899; M. Pyziak-Szafnicka, *SPP*, t. I, s.737-738.

²² J. Mojak, *op. cit.*, s. 54-55; o „urzeczowieniu” wierzytelności *vide* E. Łętowska, *op. cit.*, s. 896.

Instrument finansowy jest obecnie zbiorczym określeniem zarówno dla papierów wartościowych, jak i umów, mających za przedmiot między innymi papiery wartościowe, towary giełdowe i różnego rodzaju uprawnienia oraz dla umów, które nie przewidują przeniesienia własności dóbr wyżej wskazanych, ale rozliczenie stron uzależnione od ich wartości w chwili dokonywania rozliczenia (instrumenty nierzeczywiste, które zostaną niżej przedstawione). Impuls do takiego ujęcia wyszedł z prawa europejskiego²³.

Wpływ europejskiego prawa rynku kapitałowego na prawo polskie jest nie do przecenienia. W celu jak najszybszego zakończenia prac legislacyjnych związanych z koniecznością dostosowania prawa polskiego do prawa wspólnotowego przyjęto najprostszą pozornie metodę, polegającą na dosłownym niemal przetłumaczeniu poszczególnych przepisów i przyjęciu obcych pojęć. W związku z tym bez większej refleksji wprowadzono do polskiego porządku prawnego pojęcia obce, jak *swaps*, *futures*, *forwards*, kontrakty *fra* (skrót od ang. *free rate agreement*) itp. Ich nazwy, będące przecież wobec wprowadzenia ich do ustawy, elementem języka prawnego, nie zostały nawet przetłumaczone. Ustawodawca polski wszedł więc na drogę, z której nie ma odwrotu. Uznał bowiem za swoje pojęcia pochodzące z języka finansowego, zakorzenione głęboko w prawie amerykańskim i angielskim przyjmując (chyba jednak zbyt pochopnie), że są one na tyle jasne, że nie wymagają bliższego określenia. Powinny więc być one interpretowane zgodnie ze znaczeniem, jakie posiadają w języku prawniczym, a w razie braku powszechnie akceptowanego ich zakresu należy posługiwać się znaczeniem nadawanym im w orzecznictwie i w doktrynie²⁴. Oznacza to, że faktycznie pod względem materialnym definicja poszczególnych instrumentów finansowych pozostaje otwarta²⁵.

²³ Instrument finansowy jako centralne pojęcie obrotu na rynku kapitałowym, nie jest bynajmniej wytworem polskiej myśli prawniczej ani ekonomicznej. Intensywne zmiany w polskim prawie rynku kapitałowego spowodowane są przystąpieniem do Unii Europejskiej i wiążącą się z tym koniecznością dostosowania prawa polskiego do rozwiązań wspólnotowych. Te z kolei czerpią obficie z rozwiązań anglosaskich. Siatka pojęciowa charakterystyczna dla systemu *common law* nie pokrywa ona z prawem kontynentalnym już w tak fundamentalnych kwestiach, jak choćby pojęcie prawa albo własności. Całkowicie natomiast odmienna jest, jeśli chodzi o rozwiązania szczegółowe. Powstał więc problem, w jaki sposób należy dokonać implementacji dyrektyw europejskich, które w swoich założeniach aksjologicznych nie stwarzały większych problemów, jednak ich warsztat pojęciowy i założenia szczegółowe były genetycznie obce.

²⁴ L. Morawski, *Zasady wykładni prawa*, Toruń 2009, s. 104.

²⁵ K. Glibowski [w:] M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo..., U.o.i.f..., s. 553*; P. Sokal, *Definicja i znaczenie instrumentów finansowych w świetle nowych regulacji prawnych*, PS 2006/7-8, s. 72-73; K. Gorzelak i n., *op. cit.*, s. 73 i n.

Wśród dosłownie implementowanych konstrukcji znajdujemy również sam instrument finansowy²⁶. Jest to pojęcie, którym na gruncie obecnie obowiązującego prawa europejskiego posłużyła się, jako pierwsza dyrektywa *Market Abuse* w jej art. 1 ust. 3²⁷. Jak pisze A. Chłopecki, *wołą ustawodawcy unijnego było objęcie regulacjami przeciwdziałającymi manipulacjom, jak również ujawnianiu i wykorzystywaniu informacji poufnych szerokiego spektrum instrumentów – generalnie tak, aby wszelkie możliwe instrumenty [...] jakie są lub potencjalnie być mogą przedmiotem obrotu na rynkach regulowanych lub rynkach towarowych znalazły się w stosownym katalogu*²⁸. Dyrektywa ta ma więc charakter ściśle pomocniczy, stanowi ona element „otoczki” instytucjonalnej rynku kapitałowego. W ten sposób akt prawny, którego funkcją jest nie tyle cywilnoprawne uregulowanie metod i przedmiotu obrotu na rynku kapitałowym, co przeciwdziałanie nadużywaniu informacji poufnych, wprowadził pojęcie stanowiące punkt odniesienia dla wszelkich rozważań merytorycznych zarówno o przedmiocie obrotu na rynku kapitałowym, jak i, w ograniczonym zakresie o sposobie jego dokonywania²⁹.

Na gruncie prawa polskiego pojęcie instrumentu finansowego funkcjonowało jeszcze przed wejściem w życie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Akt prawny, będący bezpośrednim jej poprzednikiem, to jest ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi używał tego terminu od nowelizacji z 2004 roku, jednakże go nie definiował³⁰. Obecnie jest ono znane szeregowi innych ustaw,

²⁶ Definicja zawarta w dyrektywie *Market Abuse* odnosi się wprost do tej zawartej w dyrektywie 93/22, dokonując jej delikatnego rozszerzenia w postaci dwóch ostatnich punktów, które dodają do listy instrumentów finansowych również towarowe instrumenty pochodne oraz inne instrumenty dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym w Państwie Członkowskim lub ubiegające się o zezwolenie o dopuszczenie do obrotu na takim rynku. Jak była już o tym mowa, odesłanie do dyrektywy 93/22 z chwilą jej uchylecia przez dyrektywę *MIFID* stało się nieaktualne i należy je interpretować, jako odesłanie do nowej definicji zawartej w dyrektywie *MIFID*.

²⁷ W dyrektywie 93/22 znajdujemy co prawda pojęcie instrumentu finansowego, nie zostało ono jednak wprost zdefiniowane w przeciwieństwie do innych pobliskich terminów, jakimi dyrektywa ta się posługiwała. Warto zwrócić uwagę, że załącznik Sekcja A „Instrumenty” nie operuje wprost pojęciem instrumentów finansowych, chociaż zakres definicji oraz późniejsze nawiązania do niej między innymi właśnie przez dyrektywę *Market Abuse* wskazują, że chodziło o instrument finansowy.

²⁸ A. Chłopecki, *System Prawa Prywatnego*, t. XIX, *Prawo Papierów Wartościowych*, (red.) A. Szumański, Warszawa 2006, s. 834.

²⁹ O metodzie i konsekwencjach przyjętego modelu tworzenia prawa rynku kapitałowego UE pisze w nieco żartobliwym tonie A. Chłopecki, *Sposób tworzenia prawa, w tym prawa UE na polskie prawo Rynku kapitałowego*, NRK 2005/9.

³⁰ Por. art. 3a ust. 1 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 roku prawo o publicznym obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 1997 Nr 118 poz. 754 z p. zm.

w tym ustawie o rachunkowości³¹, ustawie prawo upadłościowe i naprawcze³² i ustawie o ofercie publicznej³³.

K. Opalek i J. Wróblewski stwierdzili, że *problem definicji pojęć prawnych i prawniczych przedstawia się w obu przypadkach o tyle podobnie, że w każdym wypadku chodzi o ustalenie znaczenia terminu [...] w postaci definicyjnej*³⁴. Trzeba podkreślić, że ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie zawiera definicji klasycznej³⁵ instrumentu finansowego. Kreowana przez nią definicja ma oczywiście charakter legalny³⁶. Jest jednak definicją na własny użytek u.o.i.f., o czym świadczy sformułowanie *w rozumieniu ustawy*³⁷. Instrumenty finansowe zostały wymienione, jednakże nie została podjęta próba uchwycenia ich istoty, nie wspomina się o ich cechach wspólnych. Słownikowe definicje poszczególnych instrumentów mają charakter wybiórczy, są szczątkowe i niekompletne. Zastosowana w u.o.i.f. definicja instrumentów finansowych ma więc charakter definicji enumeracyjnej³⁸ zwanej też definicją agregatową lub zakresową³⁹. Jak wskazuje wybitny filozof i teoretyk nauki K.R. Popper, definicje enumeracyjne *posługujące się językiem nominalistycznym są całkowicie nieprzydatne dla jakichkolwiek celów naukowych*⁴⁰. Wniosek ten na gruncie ustawowej definicji instrumentów finansowych utrwala okoliczność, że jest ona definicją zakresową niepełną⁴¹ ze względu na jej otwarty charakter (np. art. 3 pkt 1 lit. „b” u.o.i.f.)⁴².

Ze względu na liczbę a także różnorodność instrumentów finansowych, można zrozumieć brak definicji materialnej. Co więcej, zastanowienia wymaga, czy zbudowanie takiej definicji jest w ogóle możliwe. Mamy tu bowiem do czynienia z sytuacją podobną do papierów wartościowych w powszechnym rozumieniu. Pod jednym i drugim pojęciem kryją się instytucje skrajnie różne, z których nie wszystkie wykazują cechy wspólne. Trudno przecież mówić o wspólnej konstrukcji weksla i akcji, mimo że są one zaliczane do grupy

³¹ Art. 3 ust. 1 pkt 23.

³² Ustawy z dnia 28 lutego 2003 roku prawo upadłościowe i naprawcze, Dz.U. 2003 Nr 60 poz. 535 z p. zm.

³³ Art. 4 pkt 8 u.o.p.

³⁴ K. Opalek, J. Wróblewski, *op. cit.*, s. 76.

³⁵ Z. Radwański, Z. Ziemiński, *SPP*, t. I, s. 350.

³⁶ *Vide* Z. Radwański, Z. Ziemiński, *SPP*, t. I., s. 356.

³⁷ Szczegółowe wywody na temat ograniczonego zastosowania tej definicji znajdują się w rozdziale IV.

³⁸ *Vide* K. R. Popper, *Droga do wiedzy. Domysły i refutacje*, Warszawa 1999, s. 440.

³⁹ Z. Radwański, Z. Ziemiński, *SPP*, t. I, s. 352.

⁴⁰ K. Popper, *op. cit.*, s. 440.

⁴¹ Inaczej K. Glibowski [w:] red. M. Wierzbowski i in. *Prawo...*, *U.o.i.f.*, s. 552.

⁴² Z. Radwański, Z. Ziemiński, *op. cit.*, s. 353.

papierów wartościowych. Nawet A. Szpunar stwierdził, że choćby w odniesieniu do funkcji papierów wartościowych zawodne są wszelkie uogólnienia⁴³. Z konstrukcyjnego punktu widzenia istnieją wśród papierów wartościowych tak znaczne różnice, jak i pewne podobieństwa⁴⁴. Podobieństw nie wykazuje natomiast przykładowo akcja i umowa opcji lub kontrakt terminowy, mimo że są przecież instrumentami finansowymi. Można zaryzykować stwierdzenie, że jedyną cechą wspólną wszystkich instrumentów finansowych jest możliwość zastosowania każdego z nich w szeroko rozumianej działalności inwestycyjnej⁴⁵. Jednakże i takie ujęcie nie jest precyzyjne, bowiem cały szereg konstrukcji wykazujących takie funkcje nie został uznany za instrumenty finansowe w rozumieniu u.o.i.f.⁴⁶.

Skrajnie przeciwnym do przyjętego przez polskiego ustawodawcę rozwiązaniem byłoby kazuistyczne definiowanie wszystkich instrumentów finansowych, co wobec ich zmienności i koniecznej elastyczności ustawy nie zasługiwałoby na uznanie. Jak podkreśla A. Chłopecki, ustawodawca zdecydował się na wyliczenie enumeratywne przy założeniu, że instytucje te są wystarczająco zakorzenione w języku finansowym, a ich prawna definicja będzie nie tylko zbędna, ale i szkodliwa⁴⁷. Co więcej, uznać należy, że ustawodawca kierowany pragmatycznym podejściem do obrotu na rynku kapitałowym uległ pokusie intuicyjnego definiowania niektórych instrumentów finansowych zdając sobie sprawę, że ich anglosaska geneza determinuje problemy z ich definiowaniem na gruncie prawa polskiego. Wydaje się jednak, że od racjonalnego ustawodawcy można wymagać choćby ogólnego określenia ram wprowadzanych przez niego konstrukcji z odwołaniem się oczywiście do utrwalonej praktyki i zwyczajów rynkowych⁴⁸. Pozwoliłoby to uniknąć sporów o tak fundamentalnym znaczeniu dla oceny opcji, jak wyłaniający się na gruncie najnowszego orzecznictwa, a dotyczący odpłatności umowy opcji. Wobec milczenia ustawodawcy powstał powiem spór, czy

⁴³ A. Szpunar, *Podstawowe problemy papierów wartościowych* [w:] *Przekaz i Papiery Wartościowe. Wybór dzieł Profesora Adama Szpunara w stulecie urodzin*, red. W.J. Katner, Warszawa 2013, s. 119. Zaznaczyć trzeba, że uwaga autora wynikała ze *zmieniających się warunków społeczno – gospodarczych* w których tekst ten był przez Niego pisany (1991 rok), niemniej, w moim odczuciu, jest ona aktualna również dzisiaj.

⁴⁴ A. Szpunar, *op. cit.*, s. 122 i n.

⁴⁵ Są więc one zbliżone do *securities*, o czym będzie mowa dalej.

⁴⁶ Jak choćby umowy typu *joint venture*, które na gruncie prawa amerykańskiego zaliczane są przecież do *securities*, który to termin najbliższy jest właśnie instrumentom finansowym.

⁴⁷ A. Chłopecki, *SPP*, t. XIX, s. 837-838.

⁴⁸ *Vide* J. Lic, *Znaczenie zwyczaju handlowego dla prawa prywatnego (uwagi do projektu nowego kodeksu cywilnego)*, [w:] *Instytucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*, red. T. Mróz, M. Stec, Warszawa 2012, s. 170 i n.

premii, a więc świadczenie pieniężne, jest elementem charakterystycznym⁴⁹ umowy opcji, czy też występować w tej konstrukcji nie musi. Ustawodawca uznał, że kwestii tej regulować nie musi, lecz praktyka pokazała, że to założenie było całkowicie błędne⁵⁰.

Wobec wyżej poczynionych uwag rozważenia wymaga więc nie tylko zagadnienie „istoty” instrumentów finansowych. Sedno sprawy oddaje bowiem pytanie o celowość poszukiwania tej istoty. Wydawać by się bowiem mogło, że wspólny mianownik instrumentów finansowych nie leży w ich konstrukcji prawnej, ale w ich funkcji gospodarczej. Z drugiej strony umowy opcji i kontrakty terminowe mogą być i są wykorzystywane z powodzeniem również poza rynkiem kapitałowym. Odnosząc się do ich konstrukcji, stwierdzić należy, że część z nich – papiery wartościowe w wąskim rozumieniu – są przedmiotem obrotu. Pozostałe instrumenty, uznane za papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe są raczej umowami, czyli sposobem dokonywania obrotu na rynku kapitałowym.

Z tego punktu widzenia należy zdecydowanie odróżnić umowę opcji, to jest stosunek prawny tworzący prawo opcji od samego prawa opcji. Różnica ta jest szczególnie widoczna na rynku zorganizowanym. Tam przez zawarcie umowy opcji (co dokonuje się w sposób masowy i standaryzowany) powstaje szereg praw opcyjnych, uznawanych za papiery wartościowe, które są dopiero przedmiotem obrotu charakterystycznego dla innych papierów wartościowych. Można więc w pewnym uproszczeniu stwierdzić, że obrót pierwotny, a więc emisja tych praw to etap zawarcia i wykonania⁵¹ umowy opcji, a obrót wtórny, którego przedmiotem są już prawa i obowiązki związane z uprawnieniem opcyjnym nie może być z nim utożsamiany. Ustawodawca posługuje się jednak w odniesieniu do pierwotnego i wtórnego obrotu zorganizowanego pojęciem „opcje”, nie wspominając o umowie opcji, jako źródle prawa opcyjnego. Tym samym pojęciem nazywa jednak umowy opcji zawierane na rynku bilateralnym, nie odnosząc go już do uprawnień opcyjnych, jakie z nich wynikają. Widać tu pewną niekonsekwencję terminologiczną. Można by jej uniknąć operując właśnie pojęciem umowy opcji i opcja, jako synonimami, dla umownego stosunku prawnego leżącego u podstaw wyodrębnienia uprawnienia opcyjnego, które jest na rynku zorganizowanym przedmiotem obrotu tak, jak papiery wartościowe, a nie jest przedmiotem samodzielnego obrotu (to jest oderwanego od stron umowy opcji) na rynku bilateralnym. Taką też terminologię przyjmuję.

⁴⁹ Celowo w tym miejscu nie posługuję się pojęciem *essentialia negotii* z racji na przedstawione niżej kontrowersje co do dopuszczalności posługiwania się tym pojęciem w odniesieniu do umów nienazwanych i późniejsze zanegowanie takiej możliwości.

⁵⁰ *Vide* uzasadnienie wyroku SN z dnia 19 września 2013 roku I CSK 651/12, w którym SN podkreślił nasuwające się w tym zakresie wątpliwości, publ. LEX nr 1383037.

⁵¹ udzielenie prawa opcyjnego i zapłata premii opcyjnej,

3. Ewolucja pojęcia instrumentu finansowego na gruncie prawa polskiego

3.1. Etap papierów wartościowych

Ewolucja znaczenia pojęcia instrumentu finansowego na gruncie prawa polskiego jest odbiciem zmian jego definicji dokonujących się w prawie europejskim. Zostały one częściowo przedstawione w rozdziale I, gdzie poddana analizie została m.in. definicja rynku, odwołująca się właśnie do pojęcia instrumentu finansowego.

Wydaje się jednak, że nieuzasadnione byłoby przedstawienie instrumentu finansowego, jako przedmiotu obrotu na rynku kapitałowym w oderwaniu od pojęcia papieru wartościowego, który był centralnym pojęciem obrotu wcześniej, od czasu reaktywowania zinstytucjonalizowanego rynku kapitałowego w 1991 roku aż do 2004, kiedy to właśnie wprowadzono do polskiego porządku prawnego instrumenty finansowe. Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych definiowała papier wartościowy w art. 2 pkt 1, zgodnie z którym to przepisem jest nim *dokument mający stwierdzać lub stwierdzający istnienie określonego prawa majątkowego, utrwalony w takim brzmieniu i w taki sposób, że może stanowić samodzielny przedmiot obrotu publicznego*.

Należy podkreślić, że papiery wartościowe były na polskim rynku kapitałowym ujmowane rozmaicie. Ich definicja i zakres zmieniały się z upływem czasu. Trzeba zwrócić uwagę zwłaszcza na stopniowe odrywanie się pojęcia „papier wartościowy” w regulacjach dotyczących rynku kapitałowego od jego cywilistycznego rozumienia. Coraz mniejszy nacisk kładziony jest na sam dokument (bez względu na przyjętą teorię papierów wartościowych). Ma to poniekąd związek z dokonaną już dematerializacją obrotu, w której nie ma miejsca na papiery wartościowe w ujęciu materialnym, a prawa z różnie pojmowanych papierów wartościowych znajdują ucieleśnienie jako zapis na rachunku elektronicznym.

Oderwaną od powszechnego rozumienia ewolucję pojęcia papierów wartościowych na rynku kapitałowym podzielić można na cztery etapy⁵². Jako pierwszy wyróżnić możemy etap definicji klasycznej (lata 1991-1994), w którym nie zdefiniowano pojęcia papieru wartościowego i poprzestano na definicji „ramowej” dokumentowych papierów wartościowych, których źródłem powstania była seryjna emisja. Podstawowym problemem tego czasu była sprzeczność między art. 5 § 5

⁵² Vide A. Chłopecki, *SPP*, t. XIX, s. 824.

ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, który ustanowił zasadę obrotu zdematerializowanego, a brakiem prawnych podstaw do przeprowadzenia dematerializacji papierów wartościowych. Rozwiązaniem okazało się stosowanie odcinków zbiorczych papierów wartościowych, które były jednakże środkiem zastępczym, jeśli nie prowizorycznym⁵³. Doprowadziło to do sytuacji, w której formalnie przenoszenie praw z papierów wartościowych następowało w wyniku umowy, jednakże w praktyce uzależnione było od zapisu na rachunku papierów wartościowych.

Etap drugi, trwający od 1994 do 2004 roku, został nazwany etapem otwartej definicji papieru wartościowego. W tym czasie wprowadzono „klasyczny” system rejestrowy (*book-entry*), którego struktura rozliczeniowa była w pełni rozwinięta i dopasowana do wszelkich instrumentów rynku kapitałowego. Na tym etapie doszło do oderwania przedmiotu obrotu na rynku kapitałowym od pojęcia papieru wartościowego, który pozostał mimo to, choć nieco sztucznie, pojęciem centralnym⁵⁴. Rozbieżność ta dotyczyła głównie praw pochodnych, które, jak pisał A. Chłopecki, były elementem infrastruktury rynku kapitałowego, jednakże w żaden sposób nie mogły być uznane za papiery wartościowe w tradycyjnym ujęciu cywilistycznym. Jednakże system rozliczeniowy i świadomość uczestników rynku traktowała je jako takie papiery. Rozbieżność ta została wyeliminowana dopiero w 2004 roku, w którym wprowadzono do polskiego systemu prawnego pojęcie instrumentu finansowego.

Wraz z tą nowelizacją nastąpił etap, który można nazwać etapem wprowadzenia instrumentów finansowych. Przede wszystkim usankcjonowano prawnie praktykę i potrzeby obrotu. Na gruncie prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi uznano, że w rozumieniu tej ustawy papierami wartościowymi mogą być również instrumenty, które nie były i nie mogły być uznane za papiery wartościowe na gruncie prawa cywilnego. Nowelizacja z 2004 roku wprowadziła więc autonomiczną definicję papieru wartościowego, oderwała ją od ujęcia tradycyjnego. Mimo braku zastrzeżenia, że definicja taka miała charakter wewnętrzny i nie pretendowała do miana uniwersalnej definicji papierów wartościowych, wydawało się to naturalne, szczególnie wobec sprzeczności tejże definicji z utrwalonymi już przez inne akty prawne instytucjami, jak chociażby akcja w rozumieniu kodeksu spółek handlowych. Definicja zawarta w art. 3 ustawy o publicznym

⁵³ Papiery wartościowe istniały bowiem w dalszym czasie w postaci dokumentów, a obrót nimi był jedynie technicznie ułatwiony przez to, że w jednym dokumencie ucieleśnione było wiele identycznych praw podmiotowych (np. akcji).

⁵⁴ *Vide* F. Zoll, *O nowelizacji art. 3 ust. 1 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, *Transformacje Prawa Prywatnego* 2001/1.

obrocie papierami wartościowymi składała się z czterech elementów. Były to *normatywnie definiowane papiery wartościowe, prawa, które wyodrębnione z wcześniej zdefiniowanych przez ustawodawcę papierów wartościowych, traktowane w ustawie jako odrębne papiery wartościowe, prawa pochodne i papiery wartościowe z otwartym instrumentem bazowym*.

Etap czwarty nastąpił w 2005 roku wraz uchwaleniem i wejściem w życie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Istotnego znaczenia nabrało znaczenie maklerskich instrumentów finansowych, mimo że obecne było ono również w p.o.p.w.⁵⁵. Wobec licznych nowelizacji być może zasadne jest mówić już o etapie piątym. Mam na myśli wprowadzenie normatywnej kategorii instrumentów pochodnych oraz zniesienia maklerskich instrumentów finansowych, które to zmiany ocenić należy niewątpliwie pozytywnie. Moim zdaniem stanowi to krok milowy w kierunku odrzucenia obecnego podziału na papiery wartościowe i inne instrumenty finansowe, i przyjęcia podziału na instrumenty o charakterze prostym i instrumenty pochodne. Ma to szczególne uzasadnienie wobec ujawniającego się dysonansu między pojęciami papieru wartościowego na gruncie u.o.i.f. i k.c. (o czym mowa będzie w rozdziale IV).

Wywody powyższe pozwalają już w tym miejscu postawić tezę, że prawa pochodne, będące w rozumieniu ustawy papierami wartościowymi, nie są nimi w rozumieniu k.c. Uznanie ich za takie jest z jednej strony podyktowane przywiązaniem ustawodawcy do pewnej tradycji językowej (wszakże nawet centralna instytucja obrotu na rynku kapitałowym nazywa się Giełda Papierów Wartościowych, to samo dotyczy Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, nawet poprzedniczka KNF nosiła nazwę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd), a także uproszczeniem polegającym na możliwości zastosowania metod obrotu tymi prawami, które zostały wypracowane dla standaryzowanych papierów wartościowych. Jest to więc wytwór pewnej konwencji terminologicznej i praktycznego podejścia do organizacji rynku. Trzeba jednak z całą stanowczością stwierdzić, że w odniesieniu do praw pochodnych nie mają zastosowania regulacje odnoszące się do papierów wartościowych zawarte w innych aktach prawnych, w szczególności w kodeksie cywilnym, jak również teorie próbujące wyjaśnić ich naturę. Prawa pochodne są umowami w rozumieniu prawa cywilnego⁵⁶. Sens zaliczenia ich w poczet papierów wartościowych został poddany w wątpliwość⁵⁷.

⁵⁵ A. Chłopecki, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, PPH 2004/7.

⁵⁶ Szczegółowe omówienie tego problemu znajdzie miejsce w rozdziale IV.

⁵⁷ T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe w ustawodawstwie polskim (próba systematycznej analizy terminologicznej)*, PiP 2003/1, str. 63.

3.2. Wprowadzenie pojęcia instrumentu finansowego do p.o.p.w.

Pojęcie instrumentu finansowego również przeszło zmienną ewolucję. Zostało wprowadzone do polskiego porządku prawnego nowelizacją ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 roku – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi ustawą z dnia 12 marca 2004 roku⁵⁸.

Zwrócić należy uwagę na punkt pierwszy definicji wprowadzonej tą nowelą, odnosił się wprost do pojęcia *transferrable securities*, którym posługiwała się dyrektywa 93/22. W jej rozumieniu zbywalne papiery wartościowe oznaczały te rodzaje papierów wartościowych, które są zazwyczaj przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, takie jak rządowe papiery wartościowe, akcje w spółkach, „przenoszalne” papiery wartościowe dające prawo do nabywania akcji przez subskrypcję lub zamianę, kwity depozytowe, obligacje emitowane w serii, indeksowe gwarancje subskrypcyjne i papiery wartościowe dające prawo do nabywania takich obligacji drogą subskrypcji⁵⁹.

3.3. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi przed implementacją dyrektywy MIFID⁶⁰

Podstawową, widoczną już na pierwszy rzut oka różnicą było podzielenie materii regulowanej ustawą – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i poddanie jej regulacji trzech ustaw. Pierwszą z nich jest ustawa o nadzorze

⁵⁸ Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. z dnia 15 kwietnia 2004 r. Wprowadzony wówczas art. 3a stanowił, że instrumentami finansowymi są:

- 1) *zbywalne papiery wartościowe*,
- 2) *niebędące papierami wartościowymi tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania*,
- 3) *niebędące papierami wartościowymi instrumenty rynku pieniężnego*,
- 4) *niebędące papierami wartościowymi finansowe kontrakty terminowe, umowy forward dotyczące stóp procentowych, swapy akcyjne, swapy na stopy procentowe, swapy walutowe lub opcje kupna lub sprzedaży któregośkolwiek z instrumentów finansowych*,
- 5) *prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń (pochodne instrumenty towarowe)*,
- 6) *inne instrumenty dopuszczone lub będące przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub państwa członkowskiego*.

⁵⁹ Więcej na temat ówczesnych zmian: S. Antkiewicz, *Zmiany regulacji prawnych rynku instrumentów pochodnych związane z akcesją Polski do UE*, PB 2005/6.

⁶⁰ *Vide m.in. S. Antkiewicz, Konsekwencje uchwalenia ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dla uregulowań rynku derywatów*, PB 2006/7-8.

nad rynkiem kapitałowym, drugą ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Trzecią z nich jest wreszcie ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Trudno nie zgodzić się z A. Chłopeckim, że przyczyny takiego trójpodziału nie są do końca jasne, chociaż wyodrębnienie problematyki związanej z samym nadzorem wydaje się akurat słuszne⁶¹.

Zdaniem A. Chłopeckiego do najważniejszych zmian z punktu widzenia prawa cywilnego, jakie zaszły z wejściem w życie u.o.i.f. należą rezygnacja z przymusu rynku regulowanego, redefiniowanie pojęcia instrumentu finansowego, umożliwienie zawierania przez brokerów transakcji z klientami w obrocie wtórnym, jak również wprowadzenie instytucji agenta domu maklerskiego⁶². Ustawa w swym pierwotnym kształcie zawierała grupę maklerskich instrumentów finansowych⁶³. Należy jednak podkreślić, że nie była to trzecia, obok papierów wartościowych i instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, grupa instrumentów, a raczej kategoria obejmująca poszczególne instrumenty do nich należące, którym przypisać można było dodatkowo tę cechę, że dokonywanie usług, których były one przedmiotem, było zastrzeżone dla domów maklerskich⁶⁴. Rzecz jasna, utrzymana została zasada dematerializacji papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu oraz emitowanych przez NBP lub Skarb Państwa (art. 5 ust. 1) z jednoczesnym zastrzeżeniem, że w sytuacjach wynikających z ustawy, dematerializacja nie jest obligatoryjna.

3.4. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi po implementacji dyrektywy *MIFID*

Od noweli z 2009 roku⁶⁵ ustawa o obrocie instrumentami finansowymi jest zasadniczo zgodna z europejskimi założeniami obrotu na rynku kapitałowym. Poza zwiększeniem katalogu instrumentów, wyeliminowaniem wyżej wspomnianej

⁶¹ A. Chłopecki, *SPP*, t. XIX, s. 753.

⁶² *Ibidem*, s. 754.

⁶³ Termin zaproponowany przez A. Chłopeckiego jeszcze w czasie obowiązywania ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, A. Chłopecki, *Instrumenty finansowe...*, PPH 2004/7.

⁶⁴ Jako odrębną kategorię przedstawia je A. Chłopecki w schemacie (*SPP*, t. XIX s. 826), niemniej z później przedstawionych wniosków (s. 838, 839) wynika, że autor ten nie traktuje ich chyba jako kategorii odrębnej to znaczy obejmującej takiej instrumenty, które nie byłyby jednocześnie papierami wartościowymi albo instrumentami finansowymi niebędącymi papierami wartościowymi.

⁶⁵ Ustawa z dnia 04.09.2008 roku o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2009 r. Nr 165 poz. 1316).

grupy instrumentów maklerskich, wprowadzono bardzo ważną z punktu widzenia niniejszej pracy definicję instrumentów pochodnych. Są one obecnie grupą szerszą od praw pochodnych, które są w rozumieniu ustawy papierami wartościowymi, bowiem obejmują również pochodne instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi⁶⁶. Za instrumenty finansowe uznano też te instrumenty pochodne, dla których instrumentem bazowym jest towar giełdowy. Oznacza to, że towarowe instrumenty pochodne stały się instrumentami finansowymi rynku kapitałowego, a ich regulacja została przeniesiona z ustawy o giełdach towarowych do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Rozważania tej pracy oparte są na założeniach ustawy po implementacji dyrektywy *MIFID* (oczywiście z uwzględnieniem zmian późniejszych, niż dokonane ustawą impelentacyjną), w związku z czym bliższe jej przedstawianie w tym miejscu nie jest celowe. Obecna definicja ma charakter definicji legalnej, dokonanej przez wyliczenie i zupełnej⁶⁷.

4. Regulacja instrumentów finansowych w innych aktach prawnych

Regulacje instrumentów finansowych występują także w innych niż u.o.i.f. aktach prawa polskiego. Nie chodzi tu o te akty prawne, które jedynie odwołują się do u.o.i.f., gdyż nie tworzą one innego ujęcia instrumentów finansowych⁶⁸. Uwagę należy zwrócić na te akty, które wprowadzają własne definicje – nieraz skrajnie odmienne od u.o.i.f. Zwrócić jednak należy uwagę na podstawowy charakter definicji instrumentów finansowych w ustawie o obrocie. Formułowanie przez inne akty prawne definicji instrumentu na własny użytek stanowi rzadkość, większość z nich odwołuje się bezpośrednio do tego aktu⁶⁹. Podkreślić trzeba jednak negatywną ocenę posługiwania się przez ustawodawcę jednym pojęciem na gruncie różnych prawnych, co zostało obrazowo określone przez T. Nieboraka jako *amalgamat sprzeczności*.

4.1. Instrumenty finansowe w ustawie o rachunkowości

Niewątpliwie najistotniejszym aktem prawnym definiującym instrumenty finansowe (poza oczywiście u.o.i.f.) jest ustawa o rachunkowości. Jej art. 3 pkt 23 wprowadza definicję instrumentów finansowych, przez które rozumie *kontrakt*,

⁶⁶ K. Zaradkiewicz [w:] M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo..., U.o.i.f.*, s. 680-683.

⁶⁷ K. Glibowski [w:] red. M. Wierzbowski, i in. (red.), *Prawo..., U.o.i.f.*, s. 552.

⁶⁸ Jak chociażby u.o.p.

⁶⁹ K. Glibowski *op. cit.*, s. 553 – 554.

*który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej ze stron pod warunkiem, że z kontraktu zawartego między dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań wynikających z kontraktu ma charakter bezwarunkowy albo warunkowy*⁷⁰.

Na podstawową uwagę zasługuje nacisk położony na umowny charakter instrumentów finansowych w ustawie o rachunkowości⁷¹. W tym ujęciu instrumenty finansowe są umowami, które to umowy powodują *powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego*⁷² u drugiej. Warunkiem uznania danej umowy za instrument finansowy w rozumieniu ustawy o rachunkowości jest jednak generowanie przez nią skutków gospodarczych, co rozumieć chyba należy jako zamieszczenie w umowie określonych postanowień odnoszących się do terminów umownych, wysokości zobowiązań stron oraz okoliczności na nie wpływających⁷³, bo ciężko o inne wytłumaczenie. Jak zauważa A. Całus w *Szwajcarii uważa się, że każda umowa jest czynnością prawną służącą osiągnięciu celów gospodarczych*⁷⁴, z czym trudno się nie zgodzić również w prawie polskim.

⁷⁰ W rozumieniu tej ustawy do instrumentów finansowych nie zalicza się w szczególności:

- a) rezerw i aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego,
- b) umów o gwarancje finansowe, które ustalają wykonanie obowiązków z tytułu udzielonej gwarancji, w formie zapłacenia kwot odpowiadających stratom poniesionym przez beneficjenta na skutek niesplacenia wierzytelności przez dłużnika w wymaganym terminie,
- c) umów o przeniesienie praw z papierów wartościowych w okresie pomiędzy terminem zawarcia i rozliczenia transakcji, gdy wykonanie tych umów wymaga wydania papierów wartościowych w określonym terminie, również wtedy, gdy przeniesienie tych praw następuje w formie zapisu na rachunku papierów wartościowych, prowadzonym przez podmiot upoważniony na podstawie odrębnych przepisów,
- d) aktywów i zobowiązań z tytułu programów, z których wynikają udziały pracowników oraz innych osób związanych z jednostką w jej kapitałach lub w kapitałach innej jednostki z grupy kapitałowej, do której należy jednostka,
- e) umów połączenia spółek, z których wynikają obowiązki określone w art. 44b ust. 9 ustawy o rachunkowości.

⁷¹ T. Nieborak, *Pochodne instrumenty...*, s. 57.

⁷² Instrumenty kapitałowe w rozumieniu art. 3 pkt 26 ustawy o rachunkowości to *kontrakty, z których wynika prawo do majątku jednostki, pozostałego po zaspokojeniu lub zabezpieczeniu wszystkich wierzycieli, a także zobowiązanie się jednostki do wyemitowania lub dostarczenia własnych instrumentów kapitałowych, a w szczególności udziały, opcje na akcje własne lub warranty*.

⁷³ P. Gajek, R. Narczyński, *Instrumenty finansowe – podstawowe definicje i klasyfikacje*, Monitor Rachunkowości i Finansów, 2001/2, s. 21.

⁷⁴ A. Całus, *Wybrane zagadnienia terminologiczne i kodyfikacyjne umów występujących w obrocie gospodarczym*, [w:] red. W. J. Katner, U. Promińska, *Prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, Warszawa 2010, s. 354.

Użyte w tej definicji sformułowanie „aktywa finansowe” należy rozumieć jako *aktywa pieniężne, instrumenty kapitałowe wyemitowane przez inne jednostki, a także wynikające z kontraktu prawo do otrzymania aktywów pieniężnych lub prawo do wymiany instrumentów finansowych z inną jednostką na korzystnych warunkach*⁷⁵. Natomiast „zobowiązania finansowe” oznaczają *zobowiązania jednostki do wydania aktywów finansowych albo do wymiany instrumentu finansowego z inną jednostką, na niekorzystnych warunkach*⁷⁶.

Powyższa, nieco enigmatyczna definicja powinna być jednak odczytywana również przez pryzmat aktów wykonawczych do ustawy, a to rozporządzenia Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 roku w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujmowania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych⁷⁷. Mimo, że rozporządzenie to nie zawiera definicji samych instrumentów finansowych, to definiuje poszczególne ich grupy, jak instrumenty pochodne, instrumenty zabezpieczające, jak również poszczególne instrumenty finansowe takie, jak opcje, kontrakty *futures*, kontrakty *forward*. Do definicji znajdujących się w tym akcie będę wracał, odnosząc się do poszczególnych poddawanych analizie pojęć.

Tak, jak ustawa o rachunkowości, jej rozporządzenie wykonawcze zostało oparte w znacznej mierze na Międzynarodowych Standardach Rachunkowości i Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej (MSR 32 i 39⁷⁸ oraz MSSF 7⁷⁹, który w 2005 roku zastąpił MSR 30 i częściowo MSR 32). Zgodnie z MSR 32, instrumentem finansowym jest *umowa, która skutkuje jednocześnie powstaniem składnika aktywów finansowych u jednej jednostki gospodarczej i zobowiązania finansowego lub instrumentu kapitałowego u drugiej jednostki gospodarczej*. I ta definicja wydaje się bardzo ogólna, a jedynie jej doprecyzowanie poprzez odniesienie do poszczególnych instrumentów finansowych pozwala jej zachować funkcjonalność.

⁷⁵ art. 3 pkt 24 ustawy o rachunkowości.

⁷⁶ art. 3 pkt 27 ustawy o rachunkowości.

⁷⁷ (Dz.U. Nr 149, poz. 1674 ze zm.) zmienione przez rozporządzenie Ministra Finansów z 23.2.2004 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujmowania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U. Nr 31, poz. 266).

⁷⁸ Wprowadzone w obecnej wersji przez Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1126/2008 z dnia 3.11.2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady.

⁷⁹ Rozporządzenie Komisji (UE) nr 1256/2012 z dnia 13 grudnia 2012 roku zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 7 oraz do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 32.

4.2. Ustawa o niektórych zabezpieczeniach finansowych

Szczególną definicję instrumentów finansowych wprowadza ustawa z dnia 2 kwietnia 2004 roku o niektórych zabezpieczeniach finansowych⁸⁰. Ustawa ta reguluje zasady ustanawiania i wykonywania zabezpieczeń na środkach pieniężnych, wierzytelnościach kredytowych lub instrumentach finansowych (zabezpieczenia finansowe) wierzytelności pieniężnych lub wierzytelności, w których świadczenie polega na dostarczeniu instrumentów finansowych (wierzytelności finansowe), w tym wierzytelności przyszłych, zależnych od terminu lub warunku albo okresowych, a także zasady zaspokajania się z tych zabezpieczeń.

Zgodnie z art. 3 pkt 2 tej ustawy, instrumentami finansowymi są papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania oraz inne instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi, w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, a także bankowe papiery wartościowe i udziały w spółkach. Jest to więc definicja szersza od używanej na gruncie u.o.i.f. Zawiera w sobie bowiem również bankowe papiery wartościowe w rozumieniu ustawy prawo bankowe⁸¹ i udziały w spółkach. Przez udziały w spółkach należy w tym miejscu rozumieć udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, bowiem akcje (a więc tytuły uczestnictwa w drugim rodzaju spółki kapitałowej) są już uznane za instrument finansowy przez u.o.i.f.

4.3. Inne ustawy

Poza innymi, wyżej nie wymienionymi ustawami wprowadzającymi autonomiczne definicje instrumentów finansowych⁸², jak zauważa K. Glibowski, wiele ustaw, w tym posiadających istotne znaczenie, posługuje się pojęciem instrumentu finansowego ani go nie definiując samodzielnie, ani nie zawierając odesłania do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Autor ten słusznie wskazuje, że ze względu na postulat racjonalności ustawodawcy należy zawarte w tych aktach pojęcie instrumentu finansowego wyklądać zgodnie z definicją zawartą w u.o.i.f.⁸³.

Jednym z przykładów takiej regulacji jest art. 911⁸ kodeksu postępowania cywilnego, który odnosi się właśnie do egzekucji z instrumentów finansowych⁸⁴.

⁸⁰ Dz.U. Nr 91, poz. 871 z późniejszymi zmianami.

⁸¹ Więcej: M. Michalski, *SPP*, t. XIX, s. 477 i n.

⁸² Np. ustawa z dnia 27 lipca 2002 r. Prawo dewizowe, Dz.U. 2002 nr 141 poz. 1178.

⁸³ K. Glibowski, *op. cit.*, s. 555-556.

⁸⁴ Tak też m.in. M. Rośniak – Rutkowska, *Egzekucja z instrumentów finansowych zapisanych na rachunku*, cz. I, PPE 2006/1-3, s. 47, cz. II PPE 2006/4-6, s. 23, M. Michalski, *Zasady egzekucji*

Z identyczną sytuacją⁸⁵ mamy do czynienia na gruncie art. 165a, 299 § 1 i 2 kodeksu karnego, które to przepisy odnoszą się kolejno do przestępstw finansowania terroryzmu i prania brudnych pieniędzy.

5. Pojęcia konkurencyjne wobec instrumentu finansowego

5.1. Uwagi ogólne

Instrumenty finansowe nie są jedynym pojęciem odnoszonym do przedmiotu obrotu na rynku kapitałowym. W praktyce kontynentalnej bardzo często wciąż używa się na określenie przedmiotu obrotu pojęcia papier wartościowy. Najlepszym tego przykładem może być nazwa głównej instytucji organizującej ten obrót, jaką jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Nosi taką firmę mimo, że ustawodawca dopuścił również posługiwanie się określeniem giełdy instrumentów finansowych, co ze względu na zakres przedmiotowy obrotu na giełdzie byłoby bardziej precyzyjne. Wydaje się, że pozostanie przy obecnej firmie podyktowane jest jedynie przywiązaniem do tradycji.

Drugim pojęciem, mającym zupełnie inny rodowód, funkcję oraz zakres, jednakże pomocniczo używanym dla określenia obrotu jest walor giełdowy, będący przedmiotem umowy sprzedaży zawartej na giełdzie.

Trzecie pojęcie, chyba najbliższe obecnemu szerokiemu znaczeniu instrumentów finansowych wywodzi się z systemu *common law*. Odnosi się ono do różnych konstrukcji prawnych obejmujących zarówno prawa udziałowe, zobowiązaniowe, jak i umowy. Mowa o *securities*.

Należy podkreślić, że wskazane wyżej pojęcia nie wykluczają się wzajemnie. W dużej mierze ich zakresy się pokrywają. Jednakże ich pochodzenie, struktura prawna oraz zastosowanie są często bardzo odmienne. Przedstawione zostaną jedynie podstawowe informacje o wymienionych instytucjach. Moim celem jest tu jedynie ich najogólniejsze zarysowanie i to tylko w odniesieniu do instrumentów finansowych, jako zbiorczego określenia dla tego, co jest przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym.

Już na wstępie wskazać należy podstawową różnicę między tymi trzema pojęciami. Papier wartościowy jest pojęciem języka prawnego. Posługuje się nim między innymi kodeks cywilny oraz u.o.i.f. Jego zakorzenienie w aktach

z instrumentów finansowych w świetle przepisów kodeksu postępowania cywilnego, Prawo Spółek, 2008/6, s. 2; K. Flaga – Gieruszyńska [w:] red. A. Zieliński, *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*. Warszawa 2010, s. 1546-1547.

⁸⁵ Por. R. A. Stefański [w:] red. M. Filar, *Kodeks karny. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 778, W. Filipkowski, E. Pływaczewski, [w:] red. M. Filar, *Kodeks karny...*, s. 1307.

prawnych systemu kontynentalnego jest tak głębokie i oczywiste, że nie wymaga komentarza. Z kolei walor giełdowy jest jedynie pojęciem języka prawniczego i ekonomicznego. Jego zadaniem jest stworzenie jednolitych ram prawnych dla różnych przedmiotów obrotu giełdowego (a więc centralnego forum obrotu na rynku kapitałowym, które oczywiście nie wyczerpuje go w całości). Jednakże sama już nazwa waloru giełdowego sugeruje jego występowanie jedynie na rynku giełdowym, a nie na całym rynku kapitałowym.

Securities są pojęciem, które w polskim porządku prawnym nie funkcjonuje. Są ewidentnie elementem języka prawnego i prawniczego w systemie *common law*, ale nie są przedmiotem regulacji polskiego ustawodawcy. W polskich publikacjach wspomina się o nich, jako o pojęciu obcym, mającym porównywalne znaczenie między innymi z papierami wartościowymi. Jednakże pod względem treści i funkcji są one moim zdaniem najbliższe instrumentom finansowym mimo wszelkich różnic wynikających z tak odmiennego podłoża swojego rozwoju. *Securities* są zbiorczym określeniem zarówno dla rzeczowych, jak i umownych konstrukcji prawnych, mających znaczenie inwestycyjne.

5.2. Papier wartościowy jako pojęcie alternatywne dla instrumentu finansowego

Utożsamianie instrumentów finansowych z papierami wartościowymi jest błędem. Zdaniem J. Jastrzębskiego, pojęcie instrumentu finansowego ma pojęciowo szerszy zakres od papieru wartościowego⁸⁶. O ile ze stanowiskiem tym trzeba zgodzić się operując siatką pojęciową u.o.i.f., to jest ono jednak nietrafne w odniesieniu do pojęcia papieru wartościowego na gruncie prawa cywilnego. Są bowiem, o czym będzie mowa niżej, papiery wartościowe, które nie są instrumentami finansowymi oraz instrumenty finansowe, które nie są papierami wartościowymi. Co więcej, przez u.o.i.f. do grupy papierów wartościowych zaliczone są wiązki uprawnień, które nie są papierami wartościowymi na gruncie prawa prywatnego, jak prawa do akcji i prawa poboru.

Definicja instrumentów finansowych znajduje się w u.o.i.f. i na jej użytek dzieli je na będące i niebędące papierami wartościowymi. Wszelkie próby pobieżnego przedstawienia papierów wartościowych skazane są na niepowodzenie, dlatego też ograniczę się do zacytowania jednego zdania autorstwa A. Szpunara, które jest kwintesencją nauki o papierach wartościowych: *wspólna ich cecha polega na tym, że przedstawienie dłużnikowi dokumentu stanowi konieczny, ale zarazem wystarczający warunek wykonywania wynikających z niego praw mająt-*

⁸⁶ J. Jastrzębski, *op. cit.*, s. 273-277.

kowych (*najczęściej wierzytelności*)⁸⁷. W obecnym stanie prawnym utożsamianie instrumentów finansowych z papierami wartościowymi może znaleźć pewne uzasadnienie jedynie w wypowiedziach o charakterze potocznym, jako wyraz chęci posługiwania się pojęciem lepiej znanym w nadziei, że błąd nie okaże się na tyle istotny, by zniekształcić ogólny sens przekazu. Takiej praktyce trzeba się jednak przeciwstawić.

Powody braku znaku równości między tymi dwoma grupami pojęć są zasadniczo trzy. Po pierwsze z definicji instrumentów finansowych zawartej w u.o.i.f. wynika, że obejmują one również inne konstrukcje niż papiery wartościowe, nazywane wprost instrumentami finansowymi niebędącymi papierami wartościowymi. Dla tych rozważań nie ma znaczenia, że prawa poboru, prawa do akcji oraz prawa pochodne są w świetle u.o.i.f. papierami wartościowymi w sytuacji, gdy tego miana nie posiadają na gruncie prawa cywilnego. Bardziej istotne jest natomiast, że nie wszystkie papiery wartościowe w rozumieniu prawa cywilnego są zaliczone w poczet instrumentów finansowych w rozumieniu u.o.i.f.⁸⁸. O znaczeniu i prawnych konsekwencjach wyłączenia ustawowego weksli i czeków spod regulacji u.o.i.f. była już mowa. Jednak wśród instrumentów finansowych nie zostały wymienione również takie figury, które bez wątpienia są papierami wartościowymi, jak bankowe papiery wartościowe albo dowody składowe. Skłania to do odrzucenia tezy, że instrumenty finansowe są kategorią szerszą od papierów wartościowych⁸⁹. Instrumenty finansowe i papiery wartościowe należy ujmować jako dwa, niezależne zbiory figur prawnych, z których część należy do papierów wartościowych i po spełnieniu określonych przesłanek do instrumentów finansowych (jak akcja, obligacja, warrant subskrypcyjny), część zalicza się tylko do papierów wartościowych (konosament, dowód składowy), części natomiast przypisać można miano jedynie instrumentu finansowego (*forward*, *swap*, *fra*). Zakresy tych pojęć nachodzą na siebie, ale nie pokrywają się całkowicie.

Po drugie, nie wszystkie konstrukcje nazywane przez ustawę papierami wartościowymi są nimi w cywilistycznym rozumieniu. Odnosi się to tak do praw pochodnych, które mają charakter umowny⁹⁰, jak i tych konstrukcji, które wprost zaliczane do grupy papierów wartościowych z pewnością nie mają takiego charakteru, jak chociażby akcje.

⁸⁷ A. Szpunar, *Podstawowe problemy papierów wartościowych* [w:] *Przekaz i papiery...*, s. 120-121.

⁸⁸ Podobnie: K. Zaradkiewicz *op. cit.*, s. 581; M. Lemmonier, *op. cit.*, s. 14-16.

⁸⁹ Przeciwnie M. Lemmonier, *op. cit.*, s. 15.

⁹⁰ Ich natura ze względu na standaryzację i seryjność, a także sposób ich powstania i wykonania wymaga jeszcze dokładnego zbadania pod kątem ich cywilnoprawnej natury.

Po trzecie, wątpliwości budzi zasadność zaliczania do papierów wartościowych w rozumieniu prawa cywilnego tego, co ustawa nazywa zdematerializowanymi papierami wartościowymi. Wątpliwości te uzasadnione są oderwaniem nośnika prawa podmiotowego od tradycyjnie pojmowanego dokumentu w rozumieniu prawa cywilnego. Problem ten znajdzie rozstrzygnięcie w dalszej części rozdziału.

Na tym etapie stwierdzić można, że posługiwanie się pojęciem papierów wartościowych celem określenia całości przedmiotu obrotu na rynku kapitałowym jest wynikiem przywiązania do pewnej tradycji sięgającej XIX wieku i dwudziestolecia międzywojennego, kiedy to rzeczywiście, poza giełdami towarowymi, przedmiotem obrotu giełdowego w Polsce były tylko papiery wartościowe w rozumieniu prawa prywatnego. Stwierdzenie, że jest tak również obecnie byłoby nadużyciem. Co więcej, w rozdziale IV podważona zostanie teza dopuszczająca co do zasady uznanie praw określanych przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi mianem zdematerializowanych papierów wartościowych za papiery wartościowe w rozumieniu kodeksu cywilnego. Nie oznacza to oczywiście, że przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym papiery wartościowe w znaczeniu cywilnoprawnym w ogóle nie mogą być.

5.3. Walor giełdowy jako pojęcie alternatywne dla instrumentu finansowego

K. Zacharzewski pisze, że *walor giełdowy to taki instrument finansowy bądź towar giełdowy, który może być przedmiotem świadczenia wynikającego z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie*⁹¹, co odnosi się oczywiście zarówno do instrumentów finansowych, jak i towarów giełdowych. Autor rozwija myśl twierdząc, że walor giełdowy jest pojęciem węższym od instrumentu finansowego, bowiem *nie każdy instrument finansowy może być przedmiotem świadczenia wynikającego z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie*⁹², co odnosi się choćby do jednostek uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, instrumentów rynku pieniężnego oraz do części instrumentów pochodnych. Zdaniem tego autora mianem waloru giełdowego można nazwać wszystkie towary giełdowe, gdyż każdy towar giełdowy może być przedmiotem świadczenia z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie. Na marginesie warto by zasugerować rozróżnienie terminologiczne giełdowych walorów finansowych, jako odnoszących się do instrumentów finansowych od giełdowych walorów towarowych, które są z kolei towarami giełdowymi.

⁹¹ K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 174.

⁹² *Ibidem*.

Jako zalety wprowadzenia pojęcia waloru giełdowego, jako przedmiotu sprzedaży, K. Zacharzewski wskazuje *precyzyjne wyselekcjonowanie stosunków prawnych wyłaniających się w związku z codziennym dokonywaniem tej podstawowej czynności giełdowej na tle szerszej kategorii giełdowych stosunków obligacyjnych*⁹³. Dzięki temu powstaje wyraźny podział na instrumenty i towary, które same w sobie mogą być przeniesione w wyniku umowy oraz te, które jedynie stwarzają podstawę do innego rodzaju świadczenia. Jak stwierdza przytaczany autor, pojęcie waloru giełdowego nie jest podatne na *skutki procesu unifikacji światowych oraz europejskich rynków instrumentów finansowych oraz na skutki zmian regulacji prawnych*, co oznacza oderwanie go od zmian przedmiotu obrotu, gdyż z góry niejako obejmuje to co jest jego przedmiotem⁹⁴. K. Zacharzewski ma również rację zwracając uwagę na praktyczny wymiar operowania tym pojęciem, bowiem pozwala ono na oderwanie się od czysto teoretycznych rozważań nad pojęciem papieru wartościowego i instrumentu finansowego. Daje możliwość skupienia się nad istotą przedmiotu umowy sprzedaży zawartej na giełdzie⁹⁵.

Nieco słabszym punktem tej koncepcji jest jej wąski charakter. Nie obejmuje ona, co zostało zaznaczone, tych instrumentów finansowych, które same w sobie przedmiotem świadczenia być nie mogą. Zgadzając się co do zasady z przydatnością wyróżnienia walorów giełdowych, należy poddać w wątpliwość przyjęte przez K. Zacharzewskiego kryterium ich wyróżnienia. Jest nim, dla przypomnienia, zdolność danego instrumentu lub towaru giełdowego do bycia przedmiotem umowy zawartej na giełdzie. Z tego powodu niebędącymi walorami giełdowymi instrumentami finansowymi są na przykład instrumenty rynku pieniężnego⁹⁶. Przy takim kryterium walorem giełdowym jest każdy towar giełdowy i każdy instrument finansowy notowany na rynku giełdowym. Jednakże, w moim przekonaniu wadą tego rozwiązania jest uznanie za walory giełdowe pochodnych instrumentów finansowych. Z konstrukcyjnego punktu widzenia są one umowami, z których wynikają zespolone wiązki praw i obowiązków. Mogą być przedmiotem obrotu na rynku giełdowym, jednakże wątpliwe z tego powodu wydaje się dopuszczenie uznania ich za przedmiot świadczenia wynikającego z umowy sprzedaży zawartej na giełdzie. Co więcej, ich funkcją jest bądź doprowadzenie do nabycia lub zbycia danego aktywu (lub przyznania jednej ze stron prawa do decydowania o jego nabyciu lub zbyciu) bądź też uzależnienie przepływu środków pieniężnych

⁹³ *Ibidem*, s. 175.

⁹⁴ *Ibidem*, s. 176.

⁹⁵ *Ibidem*.

⁹⁶ Nie jest to oczywiście zarzutem w szczególności wobec faktu, że walory giełdowe są same przez się przedmiotem obrotu giełdowego, nie odnoszą się do rynku pieniężnego. Oznacza to jedynie, że nie można postawić znaku równości między walorami giełdowymi, a instrumentami finansowymi.

od sprecyzowanych, lecz nieznanych jeszcze zdarzeń. Przyjąć jednak należy, że stanowią one wartość samą w sobie bez względu na późniejsze ewentualne transfery środków pieniężnych lub innego rodzaju praw majątkowych.

Takie ujęcie waloru giełdowego natrafia również na ograniczenie i pozbawienie tego miana tych instrumentów lub towarów giełdowych, które nie są przedmiotem obrotu giełdowego, ale występują na innych forach rynku zorganizowanego. Wydaje się jednak, że K. Zacharzewski posłużył się przymiotnikiem „giełdowy” w pewnym uproszczeniu, mając w tym aspekcie na myśli cały rynek zorganizowany. Wyeliminowanie bowiem w tym kontekście rynku pozagiełdowego oraz Alternatywnego Systemu Obrotu byłoby nieusprawiedliwione.

Jednakże zwrócić należy uwagę, że z pojęcia waloru giełdowego wyłączone są dwie grupy instrumentów finansowych. Będą to papiery wartościowe niedopuszczane do obrotu na rynku zorganizowanym oraz instrumenty pochodne niebędące papierami wartościowymi zawierane na rynku bilateralnym, które nie są jednak przedmiotem umowy sprzedaży.

5.4. *Securities* jako pojęcie alternatywne dla instrumentu finansowego

A. Szumański zwrócił trafnie uwagę, że instrumenty finansowe intuicyjnie odpowiadają *securities*⁹⁷. Co więcej, są one konstrukcyjnie i funkcjonalnie dużo bliższe instrumentom finansowym, niż opisane wyżej papiery wartościowe i walory giełdowe. Z tego względu, mimo że nie są one terminem prawa polskiego, ich bliższe przedstawienie jest zasadne.

Securities wywodzą się rzecz jasna z porządków prawnych krajów systemu *common law* w przeciwieństwie do papierów wartościowych. *Securities* zostały zdefiniowane⁹⁸ przez sec. 2 sbs. 1 amerykańskiego *Securities Act*⁹⁹, jak również

⁹⁷ A. Szumański, *SPP*, t. XIX, s. 100.

⁹⁸ Na temat tej deficji *vide*: A. Chłopecki, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005 r., nr 11, s. 38; M. Michalski, *Kilka uwag na temat definicji papieru wartościowego (I), System Depozytowo – Rozliczeniowy*, Pismo Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A., 1996/3, s. 7, L. Sobolewski, *Umowa opcji zbycia lub nabycia instrumentów finansowych*, PUG 1998/1, s.10, który trafnie nazywa ją pseudodefinicją.

⁹⁹ *The term „security” means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas or other mineral rights, any put, call, straddle, option or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof),*

przez § 3 (a)(10) tamtejszego *Exchange Act*. Ważną rolę odgrywa również *Investment Company Act* z 1940¹⁰⁰. W aktach tych termin ten jest definiowany dość ogólnie. Jak piszą J. C. Coffee Jr oraz J. Seligman, by dana konstrukcja mogła zostać uznana za jedną z *securities*, musi przejść dwuczęściowy¹⁰¹, w późniejszym orzecznictwie nawet trzyczęściowy, test, co jest niezbędne ze względu na różnice konstrukcyjne i odmienność funkcji wielu z nich¹⁰². Pierwszym elementem tego testu jest pytanie, czy dana konstrukcja jest zaliczana do *securities* na gruncie powyższych przepisów, drugim natomiast jest stwierdzenie jej związku ze wspólnym przedsięwzięciem¹⁰³. *Securities* dzielą się na kilka grup (*subordinated debentures, preferred stock, common stock, warrants, convertible subordinated debentures, convertible preferred stock*)¹⁰⁴.

Zwrócić należy uwagę, że istnieją dwie płaszczyzny, na których porównywanie instrumentów finansowych i *securities* wydaje się zasadne. Pierwszą jest płaszczyzna konstrukcyjna. Do obu grup zaliczane są bowiem umowy, papiery wartościowe i prawa o charakterze tak dłużnym, jak i udziałowym. *Securities*, o czym była już mowa są jednak pojęcie szerszym, obejmują bowiem umowy, które do instrumentów finansowych na gruncie prawa polskiego nie są zaliczane.

Przykładem *securities*, które nie odpowiadają instrumentom finansowym są choćby tzw. *investment contracts*¹⁰⁵, które nie są jednak tym, co na gruncie prawa polskiego określamy mianem umów inwestycyjnych. W sprawie statusu *investment contracts* wypowiedział się Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych już w 1946 roku w sprawę *SEC v. W.J. Howey Co*¹⁰⁶. Spółka ta razem z *Howey-in-the-Hills Service, Inc.* były spółkami mającymi siedzibę w stanie Floryda i znajdowały się pod wspólną kontrolą. Pierwsza ze spółek zajmowała się uprawą

or any put, call, straddle, option or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a „security” or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.

¹⁰⁰ United States Public Law (Pub.L. 76–768).

¹⁰¹ Supreme Cour of the United States, 1946. 328 U.S. 293. <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/case.html>

¹⁰² Vide *Securities Regulation. Cases and materials. Ninth edition*, New York 2003, s. 306, H.R.Rep. No. 85, 73 Cong. 1st Sess.

¹⁰³ Vide United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit 1996, *Securities and Exchange Commission vs. Life Partners*, 87 F. 3d. 536 w którego uzasadnieniu czytamy: *In order to qualify as a security, an investment must have been made in an enterprise the profits of which are derived from the efforts of others.*

¹⁰⁴ J. S. Levin, *op. cit.*, ¶ 601

¹⁰⁵ Szerzej na ten temat, L. D. Soderquist, T. A. Gabaldon, *Securities Regulation. Fifth Edition*, New York 2003, s. 135 i n.

¹⁰⁶ Supreme Cour of the United States, 1946. 328 U.S. 293.

owoców cytrusowych i w celu finansowania kolejnych inwestycji zdecydowała się sprzedać, składając ofertę publiczną, część należącej do niej ziemi. Druga ze spółek natomiast zajmowała się działalnością usługową, której przedmiotem było między innymi wspomaganie rozwoju uprawy sadów, pomoc w zbiorach, jak i świadczenie związanych z tym usług marketingowych. Każdemu potencjalnemu klientowi przedstawiono łączną ofertę nabycia ziemi i uprawy znajdujących się na niej sadów. Było to ewidentnie w interesie powiązanej spółki, która zajmowała się uprawą tej ziemi i miała to zagwarantowane poprzez zawartą na dziesięć lat umowę bez możliwości jej wcześniejszego rozwiązania. Sąd Najwyższy uznał, że umowa sprzedaży ziemi w „pakiecie” z umową dającą wyłączność na jej uprawę jest właśnie *investment contract* w rozumieniu *Securities Act*.

Co ciekawe, do *securities* zostało również zaliczone uczestniczenie w obowiązkowym planie emerytalnym. Sąd Najwyższy Stanów Zjednoczonych w sprawie *International Brotherhood of Teamsters, Chauffeurs, Warehousemen and Helpers of America v. Daniel* uznał, że odprowadzanie składek oraz zarządzanie nimi przez osobę trzecią spełniają test opisany wyżej w sprawie *Howey*¹⁰⁷.

Mimo, że termin ten nie jest zdefiniowany w przywołanych wyżej aktach, poświęcając mu uwagę regulacje stanowe, zwane *blue sky laws*, jest również przedmiotem bardzo ciekawego orzecznictwa. Sąd Najwyższy stanu Minnesota określił je, jako *the placing of capital or laying out of money in a way intended to secure income or profit from its employment*¹⁰⁸. Definicja ta była wprost stosowana przez sądy stanowe w różnych sytuacjach, w których strona została zmuszona do inwestowania pieniędzy na wspólnym przedsięwzięciu w nadziei, że będzie ona osiągała zysk wyłącznie dzięki wysiłkom organizatora tegoż przedsięwzięcia lub innej osoby, niż ona sama. Sąd Najwyższy uznał bowiem, że czym innym są dwie niezależne od siebie umowy sprzedaży ziemi oraz zarządzania gospodarstwem od umów w ten sposób połączonych, gdyż determinują pozycję nabywcy, jako biernego inwestora w cudzym *de facto* przedsięwzięciu. Położył również nacisk na to, że prawna „oprawa” takiej faktycznej sytuacji nabywcy jest bez znaczenia. Nie bez znaczenia jest jednak również posiadanie formalnego statusu współnika lub akcjonariusza takiego przedsięwzięcia. Jako przesłanki uznania danej umowy za *investment contract* podaje się: zainwestowanie kapitału we wspólnym przedsięwzięciu, oczekiwanie zysków osiąganych z wysiłków innej osoby zarządzającej tym kapitałem i przedsięwzięciem¹⁰⁹.

¹⁰⁷ *Supreme Court of the United States, 1979. 439 U.S. 551, 99 S.Ct. 790, 58 L.Ed.2d 808.*

¹⁰⁸ *State v. Gopher Tire & Rubber Co., 146 Minn. 52, 56, 177 N.W. 937, 938, tłum.: ulokowanie środków w celu zabezpieczenia przychodów lub zysków dzięki ich wykorzystaniu.*

¹⁰⁹ L.D. Soderquist, T.A. Gabalon, *Securities Regulations. Fifth Edition*, New York 2003, s. 138.

Zasada ta została zarysowana już wyrokiem Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych wydanym w sprawie *SEC v. Joiner Corp*¹¹⁰. Znalazła również rozszerzone zastosowanie w nałożeniu obowiązku ujawnienia przez oferującego *securities* swojego ekonomicznego stosunku do emisji. Tak rozumiane *investments contracts* nie są jednak instrumentami finansowymi rynku kapitałowego na gruncie prawa europejskiego, ani polskiego. Należy jednak zauważyć, że uregulowanie takich stanów faktycznych, nieobcych przecież również polskiej praktyce gospodarczych, wydaje się kwestią czasu.

Drugą płaszczyzną, na której można porównać instrumenty finansowe i *securities* jest płaszczyzna funkcjonalna. Wydaje się, że pod tym względem nie ma między porównywalnymi pojęciami fundamentalnych różnic. Co ciekawe, zarówno akt prawny wprowadzający pojęcie instrumentu finansowego, jakim była Dyrektywa *Market Abuse*, jak i przywołane wyżej akty prawa amerykańskiego mają swoją genezę nie w potrzebie uregulowania samych instrumentów finansowych¹¹¹ i *securities*, ale są odpowiedzią prawodawcy na nadużywanie i wykorzystywanie informacji poufnych w przypadku europejskim, a na nadużycia, które doprowadziły do wielkiego kryzysu z przełomu lat 20 i 30 w Stanach Zjednoczonych¹¹². Są one zatem ewidentnym przykładem regulacji typu operacyjnego, nie zaś normatywnego¹¹³. Samo bowiem pojęcie przedmiotu obrotu, jakim są *securities* schodzi na dalszy plan. Pierwszorzędnym celem tak regulacji amerykańskich, jak i polskich jest określenie zasad obrotu ze szczególnym naciskiem na ochronę inwestorów i zapewnienie im dostępu do rzetelnej informacji¹¹⁴.

Zwrócić jednak należy uwagę, że zarówno instrumenty finansowe, jak i *securities* tworzą grupę tak rozległą i niejednorodną, że nie sposób uchwycić w sposób szczegółowy jasnej funkcji, która byłaby wspólna dla wszystkich elementów tych zbiorów. Można chyba zakończyć na uwadze ogólnej, że odnoszą się do inwestowania kapitału z wykorzystaniem osób trzecich. Jednakże zarówno cel inwestycji, sposób jej przeprowadzenia, jak i przede wszystkim rola osoby trzeciej jest różna dla poszczególnych instrumentów finansowych i *securities*. Można chyba w pewnym uproszczeniu stwierdzić, że z konstrukcyjnego punktu widzenia zakres przedmiotowy *securities* i instrumentów finansowych pokrywa się w dużej mierze¹¹⁵.

¹¹⁰ *U.S. Supreme Court: SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344 (1943), wyrok z dnia 22.11.1943 roku.

¹¹¹ J. Jastrzębski, *op. cit.*, s. 272-273.

¹¹² D. M. Nagy, R. W. Painter, M. V Sachs, *Securities Litigation and Enforcement. Cases and Materials*, St. Paul 2003, s. 2 i 3.

¹¹³ *Vide* uwagi w rozdziałach I i II.

¹¹⁴ D. L. Ratner, T. L. Hazen, *Mergers, acquisitions and others business combinations. Cases and materials*, St. Paul, 2003, s. 29-34.

¹¹⁵ Z wyłączeniem wyżej opisanych *investment contracts*.

6. Klasyfikacja instrumentów finansowych w miejsce ich kwalifikacji

Klasyfikacja jest pojęciem logicznym oznaczającym systematyczny podział przedmiotów (zjawisk) na klasy, działy i poddziały, dokonywany według określonej zasady. Kwalifikacja natomiast umożliwia zaliczenie danego zjawiska do określonej grupy poprzez przypisanie mu cech typowych dla tej grupy¹¹⁶. Podstawową więc różnicą między tymi pojęciami, z funkcjonalnego punktu widzenia, że by dokonać klasyfikacji określonego zbioru, przyporządkowane do niego elementy nie muszą posiadać żadnych cech wspólnych. Z przeciwną sytuacją mamy do czynienia przy próbie dokonania kwalifikacji, czego warunkiem koniecznym jest istnienie choćby jednej cechy pozwalającej rozstrzygnąć, czy dany przedmiot pozwala się do określonej grupy zakwalifikować, czy też nie.

Uwagę na ten problem w odniesieniu do instrumentów finansowych zwróciła M. Lemonnier. Jak pisze autorka, *kwalifikacja prawna instrumentów finansowych podobnie jak papierów wartościowych należy do analiz intelektualnych, w których powinno się znaleźć elementy istotne i wystarczające aby podciągnąć dane zjawisko pod już istniejące instytucje prawne*¹¹⁷. Lektura ustawy o obrocie instrumentami finansowymi skłania do wniosku, że ustawodawca posłużył się metodą klasyfikacji instrumentów finansowych, natomiast przyjęte regulacje zdecydowanie utrudniają, jeśli nie uniemożliwiają dokonanie ich kwalifikacji¹¹⁸. Instrumenty finansowe, jak była już o tym mowa są grupą niejednorodną. Są wśród nich konstrukcje prawne oparte na prawie rzeczowym i obligacyjnym, część z nich jest papierami wartościowymi (nad istotą których dyskusja trwa od stuleci), część jest umowami, część zaś nie zalicza się ani do umów, ani do papierów wartościowych. Instrumenty te nie mają w moim odczuciu wspólnej dla siebie cechy, której zaistnienie pozwoliłoby uznać daną konstrukcję za instrument finansowy, a brak której wniosek taki by wykluczał. Zdaniem M. Lemonnier *powodem zwrócenia się ku klasyfikacji zamiast ku kwalifikacji instytucji stała się innowacyjność, różnicowanie współczesnych papierów wartościowych*¹¹⁹, co jest typowe dla regulacji modelu operacyjnego rynku kapitałowego, to jest takiego, w którym uwaga ustawodawcy zwrócona jest na organizację i infrastrukturę tego rynku, a niejako z boku pozostawiony jest sam sobie przedmiot obrotu na nim, to jest instrument finansowy. Przyczyn tego stanu rzeczy poszukiwać można moim zdaniem na kilku płaszczyznach.

¹¹⁶ K. R. Popper, *Logika odkrycia naukowego*, Warszawa 2002, s. 58-62.

¹¹⁷ M. Lemonnier, Sz. Kisiel, *Pojęcie instrumentu finansowego*, Studia Elckie, 2009/11, s. 243.

¹¹⁸ *Ibidem*, s. 241.

¹¹⁹ M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 261.

W pierwszej kolejności, o czym pisała M. Lemonnier, jest to rzeczywiście skutkiem innowacyjności rodzących się w praktyce finansowej konstrukcji prawnych, które zawsze wyprzedzają niejako zastany w prawie stan rzeczy, zmuszając w ten sposób prawo do ciągłego rozwoju, ale zawsze pozostawiając je z tyłu. Prawo, a zwłaszcza prawo cywilne nigdy nie jest „na bieżąco” z pewnymi nowinkami. Część z nich jest do prawa cywilnego recypowana, inne zaś okazują się ulotne i zostają zapomniane. Tak też jest z instrumentami finansowymi. Te, które zyskają znaczenie i popularność prawdopodobnie doczekają się normatywnej regulacji, inne natomiast nigdy do tego etapu nie dojdą. Obecnie jest jednak zbyt wcześnie, by od ustawodawcy, zwłaszcza polskiego, wymagać takich kroków. Skoro więc niektóre instrumenty finansowe definiowane są bardziej przez praktykę, z której się wywodzą, niż przez regulacje natury cywilnoprawnej, ciężko jest z prawnego punktu widzenia znaleźć wyżej wspomniane kryterium konstrukcyjne.

W drugiej kolejności zwrócić należy uwagę na to, że w systemie *common law*, z którego wywodzą się w większości instrumenty pochodne, w ogóle niechętnie podchodzi się do definiowania pojęć prawnych. Polski ustawodawca został więc postawiony w sytuacji podwójnie trudnej, bowiem przyjmując oparte na anglosaskich rozwiązaniach europejskie, nie dość, że musiał przyjąć rozwiązania obce, co już samo w sobie jest wyzwaniem, to jeszcze przyjąć musiał konstrukcje w ogóle niezdefiniowane. Skutkiem tego jest posługiwanie się przez stawę pojęciami takimi, jak *fra*, *swapy* itp.

Po trzecie, omawiane zjawisko jest skutkiem tego, że samo pojęcie instrumentu finansowego, jako zbioru pewnych konstrukcji, zostało wprowadzone przez Dyrektywę *Market Abuse*. Oznacza to, że być może poszukiwanie wspólnych elementów instrumentów finansowych pod kątem analizy cywilistycznej jest wynikiem wpadnięcia w pułapkę intelektualną, która jest skutkiem błędnego założenia, że elementy te w ogóle istnieją. Pamiętać bowiem należy, że instrumenty są zbiorem różnych, ukształtowanych w różnych epokach i w różnych celach konstrukcji prawnych i finansowych, które łączy przede wszystkim to, że są wykorzystywane na rynku kapitałowym.

Poszukiwanie wspólnego mianownika dla tych konstrukcji (które są umowami wymagającymi pogłębionych badań cywilistycznych) z takimi instrumentami, jak akcje albo obligacje, jest obecnie przynajmniej skazane na niepowodzenie na płaszczyźnie konstrukcyjnej. Intuicyjnie jednak odczuwać można, że podobieństwo istnieć może na płaszczyźnie funkcjonalnej. Jednakże wniosek M. Lemonnier, że z *instrumentem finansowym łączy się przekazanie – wydanie lub otrzymanie aktywu finansowego*¹²⁰ wydaje się nieprecyzyjny i zbyt szeroki.

¹²⁰ M. Lemonnier, Sz. Kisiel, *op. cit.*, 2009/11, s. 246.

7. Pojęcie instrumentów pochodnych

Ponieważ brak jest klasycznej w sensie logicznym definicji ustawowej instrumentów pochodnych zacząć należy od ich przedstawienia przez źródło powszechne. W encyklopedii PWN instrumenty pochodne zostały zdefiniowane jako *instrumenty finansowe, których wartość zależy od wartości instrumentu bazowego. Instrumenty pochodne wykorzystywane są w celu minimalizacji ryzyka, względnie przejścia ryzyka dla osiągnięcia korzyści, a zaliczają się do nich między innymi kontrakty terminowe, opcje i transakcje swap*¹²¹. Określa się je też mianem *umowy finansowej między dwiema stronami, których płatności są zależne od tego czy też pochodzą od tego jak zachowuje się pewien uzgodniony czynnik bazowy*¹²².

Instrumenty pochodne zostały wymienione, bo ciężko uznać, że zdefiniowane w art. 3 pkt 28 a u.o.i.f.¹²³. Zgodnie z tym przepisem są to *opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników (instrumentów bazowych) oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego*. Używa się dla nich również pojęć takich, jak derywaty, prawa pochodne i terminowe operacje finansowe¹²⁴. Zwrócić jednak należy uwagę, że nie są to pojęcia tożsame na gruncie prawa rynku kapitałowego. Instrumenty pochodne są pojęciem najszerszym. Zawierają w sobie prawa pochodne i pochodne instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi. Prawa pochodne dotyczą natomiast tylko instrumentów wystandaryzowanych powstających przez seryjną emisję (art. 2 u.o.i.f.).

Warto zwrócić również uwagę na rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych¹²⁵, które

¹²¹ <http://encyklopedia.pwn.pl/haslo/3914891/instrument-pochodny.html>

¹²² L. Berton, *Tajemnicze instrumenty pochodne*, „The Wall Street Journal Europe”, dodatek do Gazety Wyborczej, 20.04.1994, s. 8.

¹²³ *vide* K. Zaradkiewicz, *op. cit.*, s. 680.

¹²⁴ *Ibidem*.

¹²⁵ Dz.U. 2001 nr 149 poz. 1674.

w § 3 pkt 4 zawiera definicję instrumentów pochodnych¹²⁶. Jest to jednak definicja wprowadzona przez akt niższego rzędu, niż ustawa w związku z czym nie stanowi punktu odniesienia dla interpretacji terminów ustawowych tym bardziej, jeśli zostały one już w ustawie zdefiniowane.

Terminowe operacje finansowe należą do czynności bankowych *sensu stricto*, o których mowa a art. 5 ust. 2 pkt 4 ustawy – prawo bankowe¹²⁷, co determinuje po pierwsze bank, jako jedną ze stron takiej umowy, a po drugie zmusza do ograniczenia tych instrumentów finansowych do występowania na rynku niezorganizowanym. Wydaje się, że pojęcia derywat można używać swobodnie w odniesieniu do każdego z instrumentów pochodnych. Polski ustawodawca nie posługuje się tym określeniem. Jest to termin pochodzący z języka angielskiego (*derivates*), który w literaturze światowej używany jest dla wszystkich konstrukcji wykazujących właściwości instrumentów pochodnych. W związku z tym, jako pojęcie na gruncie prawa polskiego neutralne, bo nie przypisane do żadnej konkretnej grupy, najlepiej się do tego nadaje.

Jak wskazują J. C. Coffe Jr. i J. Seligman, derywaty są instrumentami umownymi, których wartość zależy od wartości instrumentów bazowych, do których się odnoszą. Pierwotnie dotyczyły głównie plodów rolnych i dawały możliwość ich nabycia określonej ich ilości po określonej cenie w przyszłości. Derywaty w przeciwieństwie do instrumentów dłużnych i udziałowych nie mają związku z przepływem kapitału ani w zamian za nabycie prawa udziałowego ani wierzytelności. Ich celem jest raczej zabezpieczenie uprawnionego przed niekorzystną dla niego zmianą poziomu (ceny) instrumentu bazowego¹²⁸. Definicja derywatów znajduje się we wspomnianym już *Securities and Exchanges Act of 1934*¹²⁹.

¹²⁶ Zgodnie z rozporządzeniem instrument pochodny jest to *instrument finansowy, którego:*

a) wartość jest zależna od zmiany wartości instrumentu bazowego, to jest określonej stopy procentowej, ceny papieru wartościowego lub towaru, kursu wymiany walut, indeksu cen lub stóp, oceny wiarygodności kredytowej lub indeksu kredytowego albo innej podobnej wielkości i

b) nabycie nie powoduje poniesienia żadnych wydatków początkowych albo wartość netto tych wydatków jest niska w porównaniu do wartości innych rodzajów kontraktów, których cena podobnie

zależy od zmiany warunków rynkowych, i

c) rozliczenie nastąpi w przyszłości.

Do instrumentów pochodnych zalicza się w szczególności transakcje terminowe, takie jak kontrakty forward lub futures, opcje oraz kontrakty swap.

¹²⁷ Dz.U. 1997 Nr 140 poz. 939.

¹²⁸ John C. Coffe Jr., Joel Seligman, *op. cit.*, s. 15-16.

¹²⁹ *The term derivative securities shall mean any option, warrant, convertible security, stock appreciation right, or similar right with an exercise or conversion privilege at a price related to an equity security, or similar securities with a value derived from the value of an equity security, but shall not include:*

Już powyższe uwagi skłaniają do przyjęcia wniosku, że instrumenty pochodne nie są grupą jednolitą. Podstawowym kryterium podziału instrumentów pochodnych w rozumieniu u.o.i.f. jest przynależność do grupy papierów wartościowych. Pochodnymi instrumentami finansowymi, będącymi papierami wartościowymi są prawa pochodne zdefiniowane w art. 3 pkt 1 lit. „a” u.o.i.f. Są to inne niż określone w lit. „a” tego przepisu zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. „a”, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego.

Przeciwieństwem praw pochodnych w grupie pochodnych instrumentów finansowych są instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f. To właśnie opcje zaliczane do tej grupy są przedmiotem niniejszej pracy.

Trzeba zaznaczyć, że samo uznanie danego instrumentu pochodnego przez u.o.i.f. za papier wartościowy nie niesie w sobie żadnej treści. Ważne są natomiast przesłanki zaliczenia danego instrumentu do praw pochodnych. Dany instrument uznaje się za prawo pochodne, gdy źródłem jego powstania jest standaryzowana emisja, a jednocześnie instrumentem bazowym jest dla niego papier wartościowy w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. „a” ustawy lub wykonywany jest poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego.

Przesłanka pierwszego rzędu (emisja) musi być spełniona łącznie z co najmniej jedną z przesłanek drugiego rzędu (papier wartościowy/rozliczenie pieniężne), by dany instrument mógł być zaliczony do praw pochodnych, a przez to do papierów wartościowych¹³⁰. Te właśnie prawa pochodne wraz z częścią in-

1. *Rights of a pledgee of securities to sell the pledged securities;*

2. *Rights of all holders of a class of securities of an issuer to receive securities pro rata, or obligations to dispose of securities, as a result of a merger, exchange offer, or consolidation involving the issuer of the securities;*

3. *Rights or obligations to surrender a security, or have a security withheld, upon the receipt or exercise of a derivative security or the receipt or vesting of equity securities, in order to satisfy the exercise price or the tax withholding consequences of receipt, exercise or vesting;*

4. *Interests in broad-based index options, broad-based index futures, and broad-based publicly traded market baskets of stocks approved for trading by the appropriate federal governmental authority;*

5. *Interests or rights to participate in employee benefit plans of the issuer;*

6. *Rights with an exercise or conversion privilege at a price that is not fixed; or*

7. *Options granted to an underwriter in a registered public offering for the purpose of satisfying over-allotments in such offering.*

¹³⁰ Słuszna wydaje się uwaga A. Chłopeckiego, że ustawodawca chciał uznać za papiery wartościowe (prawa pochodne) tylko takie instrumenty finansowe, które mają charakter standaryzowany i w których przypadku istnieje jeden emitent – jeden podmiot zobowiązany [...], A. Chłopecki, *SPP*, t. XIX, s. 832.

strumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, tworzą wspomnianą wyżej grupę instrumentów pochodnych, o których mowa będzie dalej. Zgodzić się trzeba z A. Chłopeckim, który pisze, że *ustawodawca chciał uznać za papiery wartościowe (prawa pochodne) tylko takie instrumenty finansowe, które mają charakter standaryzowany i w których przypadku istnieje jeden emitent – jeden podmiot zobowiązany z danych papierów wartościowych*¹³¹.

Rację należy również przyznać P. Sokalowi, który uznał, że *prawa te, niebędące papierami wartościowymi w rozumieniu tradycyjnym, mogą mieć walor papierów wartościowych tylko w obrocie publicznym sensu largo. Tylko w tym obrocie prawo to podlega bowiem szczególnemu reżimowi przenoszenia go, a bazę dla niego stanowi papier wartościowy*¹³². Fakt, że obecnie ustawa nie posługuje się już terminem obrotu publicznego nie ujmuje aktualności wyrażonego przez autora poglądu. Na tym samym stanowisku stoi F. Zoll. Autor ten pisał o braku więzi między pojęciem papieru wartościowego w kodeksie cywilnym a pojęciem papieru wartościowego jako przedmiotu obrotu publicznego (obecnie obrotu zorganizowanego – przyp. A.J.)¹³³. Rozwiązanie tego problemu znajdzie miejsce w rozdziale IV, jednakże w tym miejscu wydaje się zasadne zasygnalizowanie drogi rozumowania.

Zastanowienia wymaga również ustawowe określenie *zbywalne prawa majątkowe inkorporujące uprawnienie do*¹³⁴. Zdaje się ono sugerować, jakoby prawa pochodne były przedmiotem obrotu zbliżonym do akcji albo obligacji. Jednakże wydaje się, że ustawodawca poszedł zbyt daleko w bezkrytycznym przejmowaniu rozwiązań obcych bez dostosowania ich do podstawowych konstrukcji polskiego prawa cywilnego. Jest to poniekąd wytłumaczalne zbliżeniem instrumentu finansowego, w zamierzeniu ustawodawcy unijnego, do pojęcia *securities*, czyli przedmiotu obrotu na rynkach kapitałowych w krajach systemu *common law*. Doszło tam, w uproszczeniu, do stopienia, zlania przedmiotu obrotu z jego formą, jaką jest umowa. Stąd między innymi mowa o handlu kontraktami. Będzie o tym wszakże mowa niżej. Odnosząc się do owego „zbywalnego prawa majątkowego” przypomnieć należy stanowisko A. Woltera, który uznał, że prawami majątkowymi są takie prawa, które *są bezpośrednio uwarunkowane interesem ekonomicznym podmiotu uprawnionego*¹³⁵. Z kolei M. Pyziak – Szafnicka, przyjmuje poglądy nauki francuskiej, że prawa majątkowe składają się na majątek uprawnionego. Na gruncie prawa

¹³¹ *Ibidem*.

¹³² P. Sokal, *Definicja i znaczenie instrumentów finansowych w świetle nowych regulacji prawnych*, Prawo Spółek Nr 7-8/2006, s. 76.

¹³³ F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001, s. 209.

¹³⁴ Pojęciem tym posługuje się między innymi art. 3 pkt 1 lit b u.o.i.f.

¹³⁵ A. Wolter, J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 2001, s. 138.

polskiego zalicza się do nich nie tylko prawa rzeczowe, ale i wierzytelności, a także prawa na dobrach niematerialnych o charakterze majątkowym. Przedmiotem wierzytelności jest określone zachowanie dłużnika – świadczenie. Wierzytelności są prawami podmiotowymi, których celem samym dla siebie jest żądanie zachowania innej osoby, decydującego o bycie i wartości prawa. Z kolei do praw niemajątkowych zalicza się między innymi prawa osobiste i prawa rodzinne niemajątkowe¹³⁶.

Z powyższego podziału wynika jasno, że instrumenty pochodne mają charakter majątkowy, znajdują bowiem odzwierciedlenie w majątku uprawnionego i wywierają nie niego bezpośredni wpływ. Należy jednak postawić pytanie, czy bliższe są prawom rzeczowym (ucieleśniają własność), prawom zobowiązaniowym (ucieleśniają wierzytelność) czy też może są prawami podmiotowymi kształtującymi (ucieleśniają uprawnienie do powołania do życia określonego stosunku prawnego, mającego bezpośredni wpływ na majątek uprawnionego). W ostatnim czasie zaobserwować można powrót niektórych autorów do koncepcji ujęcia papierów wartościowych jako praw rzeczowych, oraz ograniczenia reguł obrotu nimi do przeniesienia własności dokumentu¹³⁷.

Wydaje się, że takie podejście nie znajduje uzasadnienia nie tylko na gruncie papierów wartościowych w rozumieniu prawa prywatnego, ale szczególnie na polu instrumentów finansowych, gdzie ustawa zawiera niezwykle szerokie ich ujęcie. Wydaje się również, że nie do zaakceptowania są poglądy, jakoby prawa pochodne mogły być przedmiotem własności w rozumieniu prawa rzeczowego. Tak samo obrót nimi nie może zostać uznany za obrót rzeczowy, choć tendencje w tym kierunku zdają się nabierać na sile. W tym miejscu zaznaczyć jedynie można, że poprzez zbywalne prawa majątkowe ustawodawca rozumie nie tyle zbywalne prawa majątkowe o charakterze rzeczowym (jak własność), a zbywalne prawa majątkowe o charakterze wierzytelności (ewentualnie uprawnienia kształtujące). W związku z tym „handel kontraktami” traktować powinno się jako niezbyt fortunne uproszczenie. Umowa bowiem nie jest przedmiotem obrotu, jak rzecz, lecz przedmiotem obrotu są uprawnienia i obowiązki stron z tego kontraktu wynikające¹³⁸. Uwagi powyższe czynione są jednak z zastrzeżeniem, że odnoszone są do obrotu niezorganizowanego, bilateralnego. Prawna ocena i kwalifikacja obrotu instrumentami finansowymi będącymi papierami wartościowymi wymaga ciągle odrębnych, pogłębionych badań.

Na traktowanie umów opcyjnych, jak papierów wartościowych zwrócił uwagę A. Chłopecki, który stwierdził, że *jedną z podstawowych konstrukcji praw pochodnych jest opcja traktowana w prawie kontynentalnym zasadniczo jako*

¹³⁶ M. Pyziak-Szafnicka, *SPP*, t. I, s. 717-727.

¹³⁷ *Vide* krytyczne względem tej koncepcji uwagi J. Jastrzębskiego, *op. cit.*, s. 128-140.

¹³⁸ *Vide* uwagi A. Rzetelskiej, *Zmiana stron umowy o świadczenie usług turystycznych*, [w:] *Polskie prawo handlowe...*, s. 501 i n.

*kontrakt (a zatem nie jako papier wartościowy), chociaż może mieć również, i historycznie miała, postać papieru wartościowego (np. w prawie niemieckim Optionschein jako element tzw. Optionsanleihe)*¹³⁹.

Dyskusja ta jest efektem kolejnej próby zaszczerpienia na gruncie prawa stanowionego koncepcji własności wierzytelności. Znalazła ona swe źródło w myśli francuskiej. Autorem jej jest S. Ginossar, który uznał, z jednej strony, że prawo własności wyraża się w relacji należenia rzeczy do osoby, a z drugiej, że na wierzytelność składają się dwa uprawnienia: roszczenie wobec dłużnika i przynależność do wierzyciela, która to przynależność nie różni się od własności. Z tego też powodu uznał, że wierzytelność jest przedmiotem własności¹⁴⁰. Wydaje się jednak, że różnica między prawami podmiotowymi bezwzględnymi (rzecзовymi) a względnymi (obligacyjnymi) ma swoje źródło w *odmienności samej natury praw, z których jedne sprowadzają się do roszczeń, drugie zaś polegają na przyznaniu pewnej strefy zarezerwowanej dla podmiotu, oznaczając wyłączność korzystania z rzeczy*¹⁴¹. Ciekawą uwagę poczyniła również M. Lemonnier, która stwierdziła, że *wskazywanie umowy jako pierwotnego źródła papierów wartościowych ma na celu stwierdzenie, że tytuł to przede wszystkim istota stosunków pomiędzy stronami, które go ustanawiają, czyli po prostu umowa. Tym sposobem pojawia się nowe pojęcie: „umowa zbywalna”, tak charakterystyczna dla współczesnej teorii francuskiej papierów wartościowych i istotna dla zrozumienia instrumentów pochodnych*¹⁴². Uwagę autorki należy jednak rozumieć raczej, jako próbę uchwycenia rozumowania prawników francuskich, niż przeszczepienia tej koncepcji na grunt nauki polskiej.

Wśród praw pochodnych wymienić należy opcje, kontrakty *futures*, *swapy*, *forwards*, kontrakty typu *fra* (*free rates agreements*) z zaznaczeniem, że nie są to również grupy jednolite i w każdej z nich mieście się wiele odmian tych instrumentów.

8. Podsumowanie

W rozdziale tym przedstawiono pojęcie instrumentu finansowego. Rozpoczęto od próby wykładni językowej tego pojęcia, co doprowadziło do wniosku, że niemal każda czynność prawna mogłaby zostać uznana za instrument finansowy, bowiem jest konstrukcją prawną, która wpływa na sytuację majątkową

¹³⁹ A. Chłopecki, *SPP*, t. XIX, s. 843.

¹⁴⁰ Podaję za M. Pyziak-Szafnicką, *SPP*, t. I, s.737-738: S. Ginossar, *Droit réel, propriété et créance, élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux*, Paris 1960, s. 85, 86.

¹⁴¹ M. Pyziak-Szafnicką, *SPP*, t. I, s.737-738.

¹⁴² M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 48.

choć jedną osobę. Oczywiście tak szerokie ujęcie do niczego nie prowadzi i dlatego uznać należy, że instrument finansowy jest pojęciem konwencjonalnym, któremu prawo oraz wykształcona praktyka nadają określone znaczenie.

Przedstawiono wyżej również genezę pojęcia instrumentu finansowego. Nacisk położono na fakt, że jest to określenie zbiorcze, które stanowi wspólny mianownik dla skrajnie nieraz różnych konstrukcji będących przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Wykazano, że jest to skutkiem przyjęcia modelu operacyjnego regulacji rynku kapitałowego, a więc takiego, który nacisk kładzie na organizację obrotu, nie zaś na jego przedmiot (w przeciwieństwie do modelu normatywnego).

W rozdziale niniejszym porównano również instrumenty finansowe z pojęciami, które nazwałem pokrewnymi, to jest papierami wartościowymi, walorami giełdowymi i *securities*, które jest oczywiście pojęciem prawa anglosaskiego. Analiza porównywanych wyżej pojęć doprowadziła do wniosku, że instrumenty finansowe pod względem funkcjonalnym oraz ze względu na różnorodność konstrukcji do nich zaliczanych najbliższe są *securities*.

Pod koniec przedstawione zostało pojęcie instrumentu pochodnego, do którego zalicza się również opcje. Wskazano na najważniejszą cechę instrumentów pochodnych, to jest derywatów, jaką jest zależność między ich wartością, a wartością lub poziomem instrumentu bazowego. Wskazano również, że dzielą się one na prawa pochodne, będące w rozumieniu u.o.i.f. papierami wartościowymi oraz pozostałe instrumenty pochodne, które papierami wartościowymi w tym znaczeniu nie są. Problem przynależności opcji będących prawami pochodnymi do papierów wartościowych zostanie przeanalizowany w rozdziale IV.

ROZDZIAŁ IV

GENEZA, ZNACZENIE GOSPODARCZE I RODZAJE OPCJI

1. Geneza i znaczenie gospodarcze opcji

Pojęcie opcji jest dobrze znane światowej, w tym także polskiej, nauce prawa, jednak problemy stwarza jego niejednoznaczność i szeroki zakres. Anglojęzyczne pojęcie *option* definiowane jest słowami *the wright or power to choose*¹, czyli prawo lub możliwość wyboru, czy też – *right of election to exercise a privilege*², czyli prawo wyboru skorzystania z uprawnienia. Identyczny wydźwięk, co pierwsza z podanych definicji, ma francuskie sformułowanie *possibilité de choisir entre deux ou plusieurs choses*³.

Według Słownika wyrazów obcych opcja jest prawem powzięcia decyzji (np. wydania książki przez wydawcę; zmiany ładunku.. portu przeznaczenia statku przez armatora) lub dokonania wyboru (np. obywatelstwa, zwł. na terytorium przechodzącym pod nową władzę) w określonym terminie. Słowo to pochodzi od łacińskiego „*optio*” oznaczającego wolny wybór, wolną wolę. Łacińskie „*optare*” z kolei oznacza wybierać albo chcieć⁴.

Na gruncie prawa polskiego o opcji pisali już w okresie międzywojennym tacy znakomici cywiliści, jak L. Domański, R. Longchamps de Berrier czy J. Gwiazdomorski. L. Domański ujmował opcję najszerzej. Wyróżnił on prawo opcji, któremu przypisał umowne bądź ustawowe pochodzenie. Oznaczało ono, zdaniem tego autora, po prostu możliwość skorzystania z uprawnienia. Tak np. na skutek zawarcia umowy przedwstępnej stronie uprawnionej przysługuje

¹ *Black Law Dictionary*, red. H. Cambel, St Paul 1991, s. 1127.

² *Ibidem*.

³ *Dictionnaire contemporain de la langue française*, ed. 2000, s. 790.

⁴ W. Kopaliński, *Słownik wyrazów obcych*. Cz. II. T.V, Warszawa 2007, s. 42.

prawo opcji, *to jest bądź żądać zawarcia umowy przyrzeczonej, bądź z prawa tego nie korzystać*⁵. Za opcyjny uznał również stosunek prawny wynikający z udzielenia promesy, prawa odkupu i pierwokupu. Omawiany autor widział opcję nie tylko w stosunkach kontraktowych, kiedy to na przykład jednej stronie przysługiwało bądź prawo odstąpienia od umowy, bądź żądania jej wykonania⁶, lecz doszedł do wniosku, że *takie samo prawo opcji służy wierzycielowi przy egzekucji. Może on egzekwować swą należność jednym ze sposobów, lub kilkoma sposobami jednocześnie oraz przechodzić od jednego sposobu do drugiego [...]*⁷. Jest to najszersze jak się wydaje ujęcie opcji, które, choć rzuca światło na rolę prawa wyboru w ściśle oznaczonych sytuacjach, jest zbyt ogólne, by było przydatne dla dalszych rozważań.

Drugi ze wspomnianych autorów, R. Longchamps de Berrier, rozumiał opcję już zdecydowanie wężiej. Z jednej strony ujmował ją jako *jednostronne przyrzeczenie zawarcia umowy w przyszłości*, a właściwie *czynność prawną, która pozostawia jednej stronie decyzję o tym, czy umowa ma przyjść do skutku*⁸. Z drugiej strony opcja była dla tego autora wyrażona w ofercie z oznaczonym terminem wiązania, co należy również utożsamiać z prawem do jej przyjęcia⁹. Jako trzecią formę opcji uznawał on gotową umowę, zawartą *pod warunkiem, że jedna strona oświadczy w ciągu oznaczonego czasu, że chce z umowy korzystać [...]*¹⁰. Nie koniec na tym. W dalszej części „Zobowiązań” tego autora czytamy, że zastrzeżone w umowie sprzedaży prawo odkupu stanowi *opcję w tym znaczeniu, że sprzedawca może przez swoje oświadczenie powołać do życia przygotowaną umowę sprzedaży na jego rzecz*. Autor ten ujmował więc opcję, jako prawo do jednostronnego doprowadzenia do zawarcia umowy, nie rozstrzygając jednak kwestii źródła tego prawa.

Obaj cytowani autorzy kładą nacisk na prawo wyboru, Domański – w każdej chyba sytuacji, a Longchamps – w kwestii doprowadzenia do zawarcia umowy. Kluczowe dla rozważań nad umową opcji jest jednak stanowisko J. Gwiazdomorskiego. Jako pierwszy wprowadził on do polskiej cywilistyki pojęcie umowy opcji, czyli *umowy, w której jedna ze stron przyznaje stronie drugiej, lub strony przyznają sobie wzajemnie, prawo (kształtujące) [a nie obowiązek- A.J.] powołania do życia przez jednostronne oświadczenie woli stosunku prawnego i to takie, jaki zwykle powstaje między stronami na podstawie umowy*¹¹. Bez względu

⁵ L. Domański, *Instytucje Kodeksu Zobowiązań*, Warszawa 1936, z. 1, s. 185.

⁶ *Ibidem*.

⁷ *Ibidem*, s. 186.

⁸ R. Longchamps de Berrier, *Zobowiązania*, Poznań 1999, s. 159.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ J. Gwiazdomorski, *Umowa przedwstępna w kodeksie zobowiązań*, Czasopismo Prawnicze, t. XXX, Kraków 1935, s. 439.

na to, czy zgodzimy się z J. Gwiazdomorskim co do treści prawa opcyjnego i sposobu jego wykonania, stwierdzić należy, że jego zasługą jest wyraźne wskazanie, że opcja jest stosunkiem umownym, na podstawie którego jedna ze stron nabywa uprawnienie do decydowania w przyszłości o zawarciu danej umowy na znanych wcześniej warunkach.

Cel gospodarczy tej konstrukcji prawnej wydaje się jasny. Jest nim zapewnienie jednej ze stron prawa decydowania o powstaniu między tymi stronami innego, określonego stosunku prawnego. Uprawnienie takie stanowi wartość samą w sobie, bowiem wobec zmieniających się czynników otoczenia gospodarczego, określone w opcji warunki przyszłego stosunku prawnego okazać się mogą dla uprawnionego bardzo atrakcyjne¹². Liczy on więc, że sytuacja gospodarcza ukształtuje się w ten sposób, że będzie dla niego opłacalne skorzystanie z prawa opcji. Z drugiej strony mamy do czynienia ze zobowiązanym z opcji, który podejmuje się uzależnić od woli uprawnionego w zakresie powstania określonego wyżej stosunku prawnego. Nie czyni tego jednak pod tytułem darmym, a odpłatnie¹³. Świadczenie, które otrzymuje z tego tytułu nazywane jest premią opcyjną. Interesy stron w umowie opcji są zasadniczo przeciwstawne. Strona zobowiązana liczy, że przyszłe stosunki ukształtują się tak, że uprawnionemu z opcji nie będzie się opłacało z prawa opcji skorzystać. W takiej sytuacji do powstania przyszłego stosunku prawnego nie dojdzie, a zobowiązany z opcji pozostanie z zyskiem w postaci otrzymanej uprzednio premii.

W obrocie gospodarczym opcje pełnią bardzo doniosłą rolę. Ich znaczenie jest tym większe im bardziej zmienne są ceny surowców, kursy walut i poziomy stóp procentowych, a więc wartości, od których poziomu w czasie zależy nie-raz powodzenie działalności gospodarczej. Za przykład weźmy polską spółkę zajmującą się eksportem produktów rolnych do jednego z krajów strefy euro. Umowa sprzedaży zostaje zawarta na wiele miesięcy przez zbiorami, a cena określona zostaje w euro. Od kursu euro w dniu dokonania płatności uzależniona będzie opłacalność przedsięwzięcia. Jeśli kurs euro będzie niski, przychód w przeliczeniu na złote będzie niższy. Jeśli kurs euro będzie wysoki, przychód w złotych będzie wyższy. W celu zabezpieczenia się przed konsekwencjami ewentualnego niekorzystnego kursu euro względem złotówki, spółka może zawrzeć umowę opcji sprzedaży euro po określonej z góry wysokiej w złotych cenie. Skorzysta z tego prawa, jeśli kurs euro będzie niski. Dzięki temu wyrówna uszczerbek w postaci otrzymania niższej (w przeliczeniu na polskie złote) ceny za sprzedane towary.

¹² A. J. Baird, *Rynek opcji*, Warszawa 1998, s. 20 i n.

¹³ Kwestia odpłatności umowy opcji zostanie przedstawiona w rozdziale VI i VII.

Za uzyskanie prawa opcji spółka zmuszona była zapłacić wcześniej premię opcyjną drugiej stronie. Strona ta przyjęła na siebie ryzyko takiego ukształtowania się kursu euro, w którym będzie musiała nabyć określoną ilość euro po cenie wyższej od obowiązującej w tym czasie ceny rynkowej. Jak słusznie wskazuje W. Gontarski *biorąc pod uwagę fakt, że zarówno ryzyko, jak i opcja kojarzy się z wyborem, racjonalnie rzecz ujmując ocena prawna ryzyka opcyjnego sprowadza się do ustalenia, czy mamy do czynienia z wyborem racjonalnym (podejmowanie ryzyka korzyści) czy z wyborem nieracjonalnym (podejmowanie ryzyka strat)*¹⁴.

Opisana wyżej funkcja opcji nazywana jest funkcją zabezpieczającą. Jest ona przeciwstawiana tak zwanej funkcji spekulacyjnej. O ile funkcja zabezpieczająca służy uniknięciu straty, motyw spekulacyjny nastawiony jest na osiągnięcie zysku. Warto zwrócić jednak uwagę na fakt, że pojęcie „spekulacja” używane jest zasadniczo w dwóch znaczeniach. Z jednej strony, spekulacją nazywa się działanie polegające na ocenie i formułowaniu oczekiwań odnośnie do przyszłości rynku finansowego, a w konsekwencji zajęcie odpowiedniej pozycji (czyli dokonanie odpowiedniej transakcji) na tym rynku¹⁵. W tym znaczeniu „spekulacja” nie jest niczym innym niż aktywnym uczestniczeniem w funkcjonowaniu rynku w oparciu o swoje przewidywania w odniesieniu do przyszłego rozwoju wydarzeń. Pozbawiona jest więc aspektu pejoratywnego, jakże charakterystycznego dla innych wypowiedzi. Z drugiej strony istnieją definicje słownikowe spekulacji takie, jak *prowadzenie działalności, polegającej na tanim skupie i drogiej sprzedaży towarów lub usług*¹⁶, albo *przeprowadzanie ryzykownych transakcji obliczonych na szybki, duży zysk*¹⁷, których w realiach gospodarki rynkowej nie sposób traktować poważnie, bowiem odnoszą się właściwie do każdego rodzaju działalności gospodarczej. W tym ujęciu każda działalność gospodarcza byłaby jednocześnie spekulacją, co wypacza chyba sens tego pojęcia.

Opcje zawierane w celach spekulacyjnych i zabezpieczających konstrukcyjnie niczym się nie różnią. Inna jest natomiast motywacja stron, która wynika z odmiennej sytuacji gospodarczej, w jakiej się znajdują. Cel zabezpieczający ma na celu zapewnienie normalnego funkcjonowania na wypadek, gdyby czynniki niezależne od strony miały wpłynąć na poniesienie przez nią strat. W tym wariancie czynniki zewnętrzne mają realny wpływ na sytuację finansową strony. Spekulacja jest w tym aspekcie oderwana od realnych potrzeb i interesów strony. Modyfikując powyższy przykład, zawarcie umowy opcji w sytuacji, gdy spółka sprzedaje swoje produk-

¹⁴ W. Gontarski, *Toksyczne opcje walutowe*, Warszawa 2009, s. 8-9.

¹⁵ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*. Warszawa 2006, s. 218.

¹⁶ <http://sjp.pl/spekulowa%E6>

¹⁷ <http://sjp.pl/spekulacja>

ty podmiotowi polskiemu i otrzymuje za nie wynagrodzenie w walucie polskiej – przyjąć można w uproszczeniu, że kurs euro jest jej obojętny. Zawarcie w takiej sytuacji umowy opcji sprzedaży danej ilości euro w przyszłości po oznaczonej z góry cenie przynieść może tej spółce określony zysk niepowiązany jednak z jej faktyczną działalnością. W najgorszym wypadku spółka ta z opcji nie skorzysta i straci kwotę stanowiącą premię opcyjną. Ten wariant spekulacji określić możemy, jako łagodny. Potencjalne straty w tej sytuacji są z góry znane (premia opcyjna), a korzyści teoretycznie nieograniczone. Problemy pojawiają się w sytuacji, w której spółka taka licząc na szybki zysk w postaci premii opcyjnej uzyskanej od drugiej strony zawrze umowę opcji, jako opejodawca. Dzięki temu od razu otrzyma premię opcyjną już w chwili zawarcia umowy. Będzie ona jednak jej jedynym zyskiem, a poniesie nieograniczone ryzyko ukształtowania się takiego poziomu euro, który spowoduje powstanie jej znacznego zobowiązania, często wielokrotnie przewyższającego wartość uzyskanej premii.

Widać więc, że elementem łączącym wszystkie te określenia jest możliwość wyboru, a tym opcja jest przecież również w języku potocznym. Nie zostało jednak w żaden sposób wyjaśnione czego wybór ten ma dotyczyć, jakie jest jego źródło, jak jest realizowany. Nic dziwnego, że spotyka się najróżniejsze ujęcia pojęcia „opcja” w prawie polskim, gdyż zna ono cały szereg instytucji przewidujących luz decyzyjny, czy prawo wyboru.

1.1. Opcja w antycznym prawie greckim

Opcja jest stosunkiem prawnym (celowo nie przesądzam jeszcze jego umownego charakteru), który wykształcał się z różnych instytucji i w różnych epokach. Istniała ona i była stosowana na długo przed powstaniem rynku kapitałowego jak i przed powstaniem papierów wartościowych. Niektóre źródła wskazują na występowanie opcji już w Mezopotamii na przełomie V i IV tysiąclecia, jak również na rynkach towarowych funkcjonujących w Chinach, Indiach i Egipcie pod koniec II tysiąclecia¹⁸. Bardzo ciekawa, choć nie wolna od kontrowersji jest hipoteza wywodząca opcję ze starożytnej Grecji.

Teoria greckiej genezy transakcji opcyjnych została na grunt piśmiennictwa polskiego wprowadzona przez M. J. Goleckiego¹⁹. Spośród źródeł historycznych, pierwszy wiarygodny tekst wyszedł spod pióra Arystotelesa, piszącego, że [...] *Tales podobno, przewidując na podstawie swych wiadomości astrologicznych, że zbiór oliwek będzie obfity, z niewielkich pieniędzy, jakimi rozporządzał, dał*

¹⁸ Źródła wskazane przez M. J. Goleckiego, *Kilka uwag na temat genezy giełdowego kontraktu opcyjnego*, RPEiS 2002/4 s. 211.

¹⁹ *Ibidem*.

zadatek jeszcze w zimie na wszystkie prasy do oliwek w Milecie i Chios, a ponieważ nikt nie dawał więcej, za niską cenę je wynajął. Kiedy zaś nadeszła właściwa pora i nagle wielu ludzi naraz zaczęło ich poszukiwać, wynajmował je za cenę, jaką zechciał [...]»²⁰.

To właśnie źródło zostało uznane za pierwsze pewne podanie o zastosowaniu opcji przez badacza genezy opcji M. J. Goleckiego. Autor ten, odnosząc się oczywiście do sprzedaży, której wykonanie miało nastąpić w przyszłości, stoi na stanowisku, że *samo porozumienie stron co do ceny i przedmiotu sprzedaży nie miało z punktu widzenia prawa greckiego żadnego znaczenia. Dopiero bowiem spełnienie świadczenia przez jedną ze stron dawało podstawę do żądania od kontrahenta spełnienia świadczenia wzajemnego*. W związku z powyższym konieczne było zawarcie osobnej umowy, której przedmiotem było wykonanie czynności rozporządzającej z umowy sprzedaży w przyszłości. Jednakże, by uniknąć niedoskonałości, której miała zapobiec, sama umowa zobowiązująca do spełnienia świadczenia musiała mieć już charakter realny. Konieczne więc było wręczenie przez przyszłego kupującego określonej sumy pieniężnej już przy wykonaniu umowy zobowiązującej do rozporządzenia przedmiotem sprzedaży. Sumę tę określano mianem „*arrha*”. Ta właśnie umowa, zwana „kontraktem arratycznym” która miała wykreować kupującemu roszczenie o przeniesienie własności rzeczy sprzedanej poprzez zmuszenie go do zawarcia umowy sprzedaży jest zdaniem powołanego autora protoplastą umowy opcji²¹.

Zgodzić się należy z omawianym autorem również, gdy stwierdza, że zawarcie kontraktu arratycznego rodziło skutki w postaci ustalenia treści przyszłej umowy sprzedaży i powstania zobowiązania do jej wykonania w określonym terminie²². Niezwykle ważną cechą tej umowy było, że w przypadku dojścia do skutku umowy sprzedaży *arrha* nie była zaliczana na poczet ceny. M. J. Golecki słusznie zwraca bowiem uwagę, że użytego w tłumaczeniu słowa „zadatek” nie należy rozpatrywać w kontekście obecnego art. 394 polskiego kodeksu cywilnego. W oryginale mowa bowiem o *arrha*, czyli instytucji prawa greckiego znacznie różniącej się od zadatku we współczesnym prawie polskim. Stanowiła

²⁰ Oczywiście należy mieć na uwadze, że prawo greckie nie знаło wówczas pojęcia konsensualności umowy, lecz dochodziła ona do skutku przez jej wykonanie. Kwota jaką zapłacił Tales za prawo do wydzierżawienia pras nie była więc zadatkiem, lecz ceną za zobowiązanie się w przyszłości do zawarcia umowy. W chwili zapłaty zawarł już realną, wiążącą umowę, z której wynikało następnie zobowiązanie drugiej strony. Stąd wnioskować należy, że owa cena nie była niczym innym, jak premią opcyjną. Szerzej na ten temat – M. J. Golecki, *Grecka geneza kontraktu opcyjnego? – Arrha klasycznego prawa greckiego a współczesny giełdowy kontrakt opcyjny*, CPE 2003/1, s. 149 i n.

²¹ *Ibidem*, s. 150-154.

²² *Ibidem*, s. 156.

ona wynagrodzenie za zobowiązanie się do zawarcia w przyszłości i wykonania umowy sprzedaży²³. Tekst autorstwa Arystotelesa jest pierwszym namacalnym dowodem, którego zestawienie ze znanymi zasadami prawa greckiego pozwala uznać, że Grecy posługiwali się opcjami w dzisiejszym rozumieniu tego słowa.

1.2. Opcje w krajach systemu *common law*

Występowanie konstrukcji opcji jest związane z rozwojem kapitalistycznych stosunków gospodarczych. Mimo, że pierwsza znana regulacja prawna dotycząca zawierania opcji giełdowych została stworzona w 1608 roku w Holandii²⁴, gdzie doszło również do pierwszego wielkiego kryzysu związanego z opcjami na cebulki tulipanów²⁵, to jednak XVII wieczna Anglia była miejscem idealnym dla powstania prawnych jej zarysów. Z jednej strony zapewniała stabilność prawa, z drugiej wysoki poziom stosunków handlowych, podatnych również na czynniki związane z dynamicznym rynkiem międzynarodowych. Obrót na giełdach w Londynie i Liverpoolu, gdzie koncentrował się ówczesny handel, wymagał stworzenia konstrukcji, która tak, jak grecka *arrha*, pozwoliłaby na zapewnienie wykonania umowy w przyszłości. Zdaniem M. J. Goleckiego, obecne opcje giełdowe wywodzą się wprost z regulacji angielskich²⁶.

Problem, którego umowa opcji była rozwiązaniem, ma swoje źródło w regulacji oferty na gruncie prawa angielskiego. W prawie angielskim nie wykształciła się bowiem w tym czasie zasada konsensualności czynności prawnych. Umowy były uznawane za zawarte z chwilą ich wykonania. Co więcej, oferta nie wiązała oferenta tak długo, jak oblat jej nie przyjął. Mogła być każdej chwili wycofana. Oznaczało to, że zawarcie umowy, której wykonanie miało zostać dokonane w przyszłości było niemożliwe. Ta ułomność prawa angielskiego stała w sprzeczności z wymogami obrotu. Od tej zasady istniały wszakże dwa wyjątki²⁷. Pierwszym była tzw. *offer under seal*, to jest oferta złożona w formie uniemożliwiającej jej odwołanie. Drugi wyjątek stanowił raczej obejście zasady niewiązania oferty do chwili jej przyjęcia i stanowi wyraz pragmatyzmu tak charakterystycznego dla porządków prawnych systemu *common law*. Otóż strony zawierały umowę, której przedmiotem było wystawienie wiążącej oferty i oczekiwanie przez określony czas na odpowiedź oblata bez prawa

²³ *Ibidem*, s. 157-158.

²⁴ M. J. Golecki, *Kilka uwag na temat genezy...*, s. 211.

²⁵ T. Nieborak, *Tulipanomania – historyczne aspekty wykorzystywania instrumentów pochodnych*, Rynek Terminowy, 2004/2, s. 103 i n.

²⁶ M. J. Golecki, *op. cit.*, 218-219.

²⁷ M. J. Golecki, *Charakter prawny opcji giełdowej na tle prawa angielskiego, francuskiego i niemieckiego*, KPP 2004/2, s. 542.

jej odwołania. Wzajemnym świadczeniem oblata była zapłata określonej sumy pieniężnej, zwanej premią opcyjną. W wyniku skorzystania z uprawnienia wynikającego z zawarcia takiej umowy opcji, uprawniony mógł doprowadzić do zawarcia umowy, którą można roboczo nazwać umową główną. To właśnie zapłata premii opcyjnej stanowiła przyczynę (*causa, consideration*) ważności umowy opcji.

W takiej konstrukcji konieczne okazało się poszukiwanie odpowiedzi na pytanie o skutki odwołania oferty przez oferenta wbrew przyjętemu zobowiązaniu. Same przez się nasuwają się dwie możliwości. Pierwszą jest powstanie roszczenia o odszkodowanie z tytułu niewykonania zobowiązania wynikającego z umowy (tzw. *breach of contract*). W tym ujęciu oferta rzeczywiście przedstawiałaby wiązać, a uprawniony na ogólnych zasadach musiałby dochodzić naprawienia szkody. Drugą możliwością jest uznanie bezskuteczności oświadczenia woli o odwołaniu oferty. Jak podaje, M. J. Golecki, w doktrynie amerykańskiej, zmagającej się z tym samym zagadnieniem, przyjęto drugą z wymienionych możliwości. Autor przytacza wypowiedź, że możliwe było dochodzenie odszkodowania w przypadku odmowy zawarcia umowy sprzedaży nieruchomości, co do której została złożona oferta, za utrzymanie aktualności której wypłacone zostało wynagrodzenie²⁸.

Z powyższych okoliczności wynika jednoznacznie, że odwołanie oferty, za złożenie której w nieodwołalnej postaci została zapłacona premia, jest nieskuteczne. Stanowisko takie należy ocenić jednoznacznie pozytywnie z punktu widzenia ochrony interesów uprawnionego. Jest on w ten sposób wolny od obowiązku prowadzenia całego postępowania odszkodowawczego z obowiązkiem udowadniania wszelkich przesłanek. Może on w takiej sytuacji przyjąć ofertę, a przy ewentualnych oporach ze strony oferenta będzie miał roszczenie o wykonania umowy, które wydaje się dużo prostsze w realizacji. Stanowisko takie jest uzasadnione również w świetle współczesnej praktyki stosowania prawa w Stanach Zjednoczonych Ameryki, gdzie sądy dokonują takiej wykładni prawa i postanowień umownych, która umożliwia utrzymanie jej ważności. Mają na uwadze całokształt sytuacji prawnej stron, a także i postępowania po zawarciu umowy, jak również to, co nazwać można zasadami słuszności i współżycia społecznego (*community standards of fairness and policy*)²⁹.

²⁸ P. Simpson, *Law of contracts*, St. Paul 1965, s. 26 in. Por. Wypowiedź sądu w sprawie *Mier Co. V. Hadden* (w: *Michigan Legal Reports* 148 (1907) s. 111) za M. J. Goleckim, Charakter prawny opcji giełdowej..., KPP 2004/2, s. 542: *While it may seem at first blush a legal paradox that a contract for the sale of land can be made one party is openly protesting that he will make no such contract, and while reasons may be advanced to support the propositions that the option holder should be in such a case remitted to an action for damages for refusal to hold the offer open for a stipulated time, there is a reason and precedent for holding that offer to sell, if paid for, may not be withdrawn during the stipulated time, being in law a continuing offer to sell.*

²⁹ A. Całus, *Prawo cywilne i handlowe państw obcych*, Warszawa 1985, s. 242.

Na uwagę zasługują amerykańskie regulacje rynku kapitałowego poświęcone opcjom. Na wstępie zasygnalizować trzeba wynikający z ustroju politycznego USA dysonans między regulacjami federalnymi, a stanowymi. W zakresie regulacji dotyczących *securities* pozostawiono rządowi federalnemu kompetencje do tworzenia norm prawnych poświęconych organizacji obrotu. Z kolei regulacje dotyczące poszczególnych *securities* pozostawione zostały prawodawstwu stanowemu. Opcje nie zostały tam uregulowane w stopniu wystarczającym do stworzenia jednolitej definicji stwarzającej kryteria pozwalające na jasne zakwalifikowanie danej konstrukcji prawnej, jako opcji. Obecnie znajdujemy jednak ciekawą deficyt umowy opcji w *The Restatement (Second) of the Law of Contracts* § 25 (1981)³⁰ jako obietnicę (zobowiązanie) składaną w celu zawarcia umowy wraz z ograniczeniem możliwości jej odwołania³¹.

1.3. Opcja w prawie francuskim

We współczesnej francuskiej literaturze ekonomicznej i prawnej opcja jest ujmowana tak, jak w piśmiennictwie polskim. Sformułowanie *faculté ou liberté de choisir, libre choix*³² oznaczające prawo lub swobodę wyboru, wolny wybór jest niemal dosłowną kopią określenia opcji, jakie spotykamy w Słowniku Języka Polskiego PWN. To samo można powiedzieć o *possibilité de choisir entre deux ou plusieurs choses*³³ to jest możliwości wyboru między dwoma lub więcej rzeczami (rozwiązaniami). W znaczeniu ekonomicznym opcja ujmowana jest jako podstawa prawa, lecz nie zobowiązanie, przez co objawia się jako umowa „niesymetryczna”. Jako przykład opcji wskazuje się *promesse de vente* (nazywana również *promesse unilatérale de vente*), to jest przyrzeczenie sprzedaży. Instytucja ta uregulowana jest w art. 1589 francuskiego kodeksu cywilnego³⁴.

³⁰ Akt nie stanowi źródła prawa, jednak jest podstawowym źródłem z zakresu stosowania prawa, pełniąc rolę najpoważniejszego komentarza orzeczeń sądowych.

³¹ *A promise which meets the requirements for the formation of a contract and limits the promisor's power to revoke an offer.*

³² M. N. Amar, *Les stocks Options particularités juridiques, fiscales et comptables*, I.S.C.A.E. 2003, s. 20.

³³ *Dictionnaire contemporain de la langue française*, ed. 2000, s. 790.

³⁴ Przepis ten brzmi *La promesse de vente vaut vente, lorsqu'il y a consentement réciproque des deux parties sur la chose et sur le prix. Si cette promesse s'applique à des terrains déjà lotis ou à lotir, son acceptation et la convention qui en résultera s'établiront par le paiement d'un acompte sur le prix, quel que soit le nom donné à cet acompte, et par la prise de possession du terrain. La date de la convention, même régularisée ultérieurement, sera celle du versement du premier acompte.*

Prawo francuskie napotkało te same przeszkody, co prawo angielskie w postaci możliwości odwołania oferty, która będąc jedynie jednym z trybów kontraktowania uzależnionym całkowicie od woli oferenta, nie mogła być świadczeniem wynikającym z umowy³⁵. Dodatkowym utrudnieniem był brak regulacji kodeksowych, które określałyby precyzyjnie tryb zawierania umów.

Wokół *promesse de vente* toczy się w doktrynie spór. Część autorów widzi w niej złożenie oferty, inni zaś przeciwstawiają się temu porównaniu i dostrzegają w niej zobowiązanie do złożenia określonego oświadczenia woli na żądanie uprawnionego³⁶. W każdym razie umowne pochodzenie opcji, jako konstrukcji dającej podłoże dla jednego zaledwie oświadczenia woli zmierzającego do zawarcia umowy winno być zaakcentowane w świetle poglądu zaprezentowanego przez H. i J. Mazeaud, którzy zwrócili uwagę, że prawo francuskie nie dopuszcza sytuacji, w której stosunek prawny o charakterze zobowiązaniowym został ukształtowany jednostronnie³⁷.

M. J. Golecki wskazuje, powołując się na stosowną literaturę³⁸, że istnieją znaczne różnice konstrukcyjne między tradycyjnie rozumianą opcją w powyższym ujęciu, a obecnie występującą opcją giełdową, która *stanowi sui generis prawo inkorporowane w papierze wartościowym, będącym przedmiotem obrotu na rynku wtórnym*³⁹. W tym miejscu należy jedynie zasygnalizować, że w prawie francuskim dopuszcza się sprzedaż wiązki praw i zobowiązań wynikających z umowy⁴⁰, od czego przecież już tylko krok do inkorporowania takiej wiązki w papierze wartościowym i uzależnienia formy obrotu nią od formy obrotu samym papierem wartościowym. Mechaniczne kopiowanie tego rozwiązania na grunt prawa polskiego rodzi poważne wątpliwości. Bez względu na powyższe, koncepcja wiążąca opcje z *promesse de vente* wydaje się ciekawa. Nie jest ona również wolna od kwestii budzących wątpliwości. Wskazuje na nie między innymi K. Medjaoui⁴¹, zdaniem którego inny jest charakter świadczenia pretendującego do miana premii opcyjnej w *promesse de vente* oraz w *option negotiable*. W pierwszym przypadku mamy bowiem do czynienia z tak zwanym odszkodowaniem unieruchamiającym (*prix*

³⁵ M. Planiol, *Traité élémentaire de droit civil*, T. II, Paris 1923, s. 338.

³⁶ Ze starszej literatury m.in.: P. L. Championnière, Rigaud, *Traité des droits d'enregistrement, de timbre et d'hypothèques, et contraventions à la loi du 25 ventose an XI*, Bruksela 1852, s. 114; z aktualnych wypowiedzi m.in.: Patrick Wéry, *Droit des obligations – Volume 1: Théorie générale des contrats*, Éditions Larcier 2010, s. 803.

³⁷ H. i J. Mazeaud, *Leçons de droit civil*. T. II, Paris 1956, s. 284.

³⁸ M. de Juglart, B. Ippolito, *Traite de droit commerciale. Banques et Bourses*, Montechrestien 1991, t. 7.

³⁹ M. J. Golecki, *Charakter prawny opcji giełdowej...*, s. 554.

⁴⁰ Podaję za M. Pyziak-Szafnicką, *SPP*, t. I, s. 737-738; S. Ginossar, *Droit...*, s. 85, 86.

⁴¹ Za M. J. Golecki, *op. cit.*, s. 557.

d'immobilisation), co dokładnie przetłumaczyć należy, jako cenę, wynagrodzenie za związanie (unieruchomienie), która podlega zwrotowi w razie zawarcia umowy głównej. W przypadku drugim premia opcyjna zawsze pozostanie przy zobowiązanym, jako jego wynagrodzenie za związanie ofertą.

2. Rodzaje opcji

2.1. Uwagi ogólne

W obrocie występuje wiele rodzajów opcji. Samych kryteriów podziału, w wyniku zastosowania których dopiero wyłaniają się poszczególne rodzaje, jest w zależności od ich szczegółowości kilka lub kilkanaście. Warto zauważyć, że w literaturze ekonomicznej wyróżnia się znacznie więcej rodzajów opcji, niż w literaturze prawniczej, bowiem kryteria tam stosowane są bardziej szczegółowe i w ramach jednej konstrukcji prawnej dochodzi do powstania wielu wariantów odmiennych z finansowego punktu widzenia.

Mając na uwadze cywilistyczny charakter niniejszej pracy, podstawowy nacisk położę niżej na kryteria podziału znajdujące oparcie w odmiennościach omawianych konstrukcji z prawnego punktu widzenia, a różnice w ich finansowym zastosowaniu posłużą za kryterium pomocnicze.

Wydaje się uzasadnione przyjęcie tezy, że opcja zawsze spełnia kryteria szeroko ujmowanego instrumentu finansowego przedstawione w rozdziale III. Jest bowiem w każdej swej odmianie konstrukcją prawną mającą za cel precyzyjne wpłynięcie na sytuację finansową stron. Jednakże nie każda opcja będzie mogła zostać uznana za instrument finansowy rynku kapitałowego, a więc znajdujący w obszarze regulacji u.o.i.f.. Aby miano to zdobyć, umowa opcji musi spełniać zawarte tam kryteria⁴². Ze względu na ograniczenie przedmiotu badań do opcji będących instrumentami finansowymi rynku kapitałowego, dalszej analizie nie zostaną poddane opcje niespełniające wyżej wspomnianych warunków. Jedynie dla porównania bądź w celu uchwycenia niektórych elementów opcji, które

⁴² Z jednej strony instrumentem finansowym w rozumieniu u.o.i.f. będzie każda umowa opcji zawarta na rynku zorganizowanym, a więc regulowanym oraz alternatywnym systemie obrotu. Z drugiej strony, jak już wykazano, pojęcie rynku kapitałowego nie wyczerpuje się na rynku zorganizowanym. By jednak umowa opcji zawarta na rynku niezorganizowanym stała się instrumentem rynku kapitałowego musi spełniać opisane szczegółowo już wcześniej kryteria przedmiotowe i podmiotowe. Dla przypomnienia jedynie wspomnę, że chodzi o to, by co najmniej jedna jej strona była firmą inwestycyjną, a umowa ta była zawarta jako przejaw działalności lub usług inwestycyjnych, które to pojęcia również zostały już zdefiniowane.

wyraźniej występują na przykład w opcjach menadżerskich, zostaną one miejscami przedstawione. Co więcej, począwszy od rozdziału V przedstawione będą głównie opcje będące instrumentami finansowymi, które nie posiadają statusu papierów wartościowych.

2.2. Przynależność do papierów wartościowych jako podstawowe kryterium podziału opcji na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi

Podstawowym kryterium podziału instrumentów finansowych stosowanym przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi jest przynależność do grupy papierów wartościowych lub jej brak. Powstaje jednak podstawowe pytanie o zasadność posługiwania się pojęciem papieru wartościowego w odniesieniu do tych konstrukcji prawnych, które ustawa tak nazywa⁴³. Ma to szczególne znaczenie z punktu widzenia ich dematerializacji, to jest oderwania prawa inkorporowanego w dokumencie od jego nośnika, który zastąpiony zostaje przez zapis na rachunku elektronicznym. By rozstrzygnąć jednak poprawność (choćby pod względem terminologicznym) wyżej wskazanego kryterium podziału, w pierwszej kolejności należy więc przedstawić pojęcie dematerializacji, a następnie rozstrzygnąć, czy konstrukcje prawne podlegające dematerializacji, a uznawane przez ustawę za papiery wartościowe, są nimi na gruncie prawa cywilnego. Jest to jednak niemożliwe bez wcześniejszego przybliżenia zjawiska dematerializacji papierów wartościowych.

2.2.1. Pojęcie dematerializacji

Mówiąc o dematerializacji w kontekście rynku kapitałowego mamy na myśli dwa pojęcia. Pierwszym z nich jest dematerializacja obrotu. Drugim jest dematerializacja przedmiotu tegoż obrotu. Jest to związane z podziałem dematerializacji na model francuski (dematerializacja obrotu i przedmiotu obrotu) oraz model niemiecki (dematerializacja obrotu przy pozostawieniu odcinków zbiorczych, jako materialnego przedmiotu obrotu zdematerializowanego)⁴⁴.

O dematerializacji obrotu była już mowa w części pracy dotyczącej funkcjonowania giełdowej izby rozliczeniowej, jaką jest na polskim rynku kapitałowym Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. z siedzibą w Warszawie. W tym miejscu przypomnę jedynie, że geneza izby clearingowej sięga XIII wieku, kiedy to, wraz z rozwojem bankowości, weksle wystawiane przez jeden bank zaczęły

⁴³ Por. M. Bączyk [w:] M. Bączyk i in., *Papiery wartościowe*, s. 43.

⁴⁴ J. Jastrzębski, *op. cit.*, s. 283.

być honorowane przez inne banki⁴⁵. Sprzyjało to łatwości obrotu, bowiem osoba wpłacająca gotówkę w jednym banku mogła ją za okazaniem i zwrotem weksla podjąć w innym. Zrodziło to konieczność wprowadzenia systemu rozliczeń międzybankowych. Takie rozliczenia zaczęły szybko być dokonywane cyklicznie, lecz początkowo dokonywane były w stosunkach dwustronnych. Dopiero z biegiem czasu bankierzy zaczęli powierzać ich prowadzenie osobie trzeciej, co dało początek izbom rozliczeniowym⁴⁶.

W połowie XIX wieku powstała bliska współczesnej forma wykorzystania izby clearingowej. Zajmowała się ona rozliczaniem transakcji opartych na dematerializacji pierwszego stopnia, to jest takich, w których *posiadanie przedmiotu świadczenia [...] nie jest wymagane w chwili zawarcia umowy sprzedaży na giełdzie, co jednak nie eliminuje obowiązku wręczenia i odebrania dokumentu [...] na etapie wykonania zobowiązania*. W takim systemie dokumenty były składane (deponowane) przez zbywcę u osoby organizującej izbę rozliczeniową przed rozpoczęciem handlu⁴⁷.

Cechą drugiego stopnia dematerializacji obrotu było odpadnięcie obowiązku wręczenia nabywcy dokumentów (papierów wartościowych) po zawarciu umowy. Były one, istniejąc ciągle w formie materialnej, trwale zdeponowane w izbie rozliczeniowej, a nabywca jedynie wpisywany był, jako uprawniony z tychże dokumentów, lecz nie były mu one wydawane. Na tym etapie można więc było mówić o zdematerializowanym obrocie dokumentami materialnymi immobilnymi.

Z początkiem lat 80 – tych XX wieku rozpoczął się proces dematerializacji trzeciego stopnia. Jest to zarazem pierwszy stopień dematerializacji nie tylko obrotu, ale też jego przedmiotu, jakim są papiery wartościowe w rozumieniu ustawy. Papiery wartościowe na rynku regulowanym nie występują w formie tradycyjnych materialnych dokumentów, a funkcjonują jako zapisy na elektronicznych rachunkach. Doszło w tym momencie do rozerwania więzi między prawem a papierem, który to związek stanowi podstawową cechę papierów wartościowych⁴⁸. Jak słusznie stwierdza A. Chłopecki *dematerializacja papieru wartościowego jest zawsze związana z dematerializacją obrotu papierami wartościowymi – odwrotna zależność nie musi jednak występować*⁴⁹.

⁴⁵ K. Zacharzewski, *Prawo...*, s. 128.

⁴⁶ *Ibidem*.

⁴⁷ *Ibidem*.

⁴⁸ Oczywiście omówienie tego związku zdecydowania wykracza poza przyjęte ramy niniejszej pracy, w związku z czym podaję jedynie wybraną podstawową literaturę, w której znajdują się dalsze odesłania: F. Bohnet, *La théorie generale des papiers-valeurs. Passé, présent, future*, Basel, 2000, A. Szpunar, *Podstawowe problemy...*, s. 119 i n.; F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2004.

⁴⁹ A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 13.

Dematerializacja obrotu i przedmiotu obrotu dokonała się z przyczyn fiskalnych⁵⁰ i czysto praktycznych. Z jednej strony daje bowiem państwu pełną kontrolę nad przepływem kapitału na rynku, co sprzyja niewątpliwie wykazywaniu osiągniętego dochodu przez podatników. Z drugiej strony, jest zwyczajnie wygodna i bezpieczna. Jak już była o tym mowa, powoduje ona obniżenie kosztów transakcji, zapewnia ich bezpieczeństwo oraz ułatwia przenoszenie praw z papierów wartościowych. Jej podstawową wadą jest jednak konstrukcyjne niedopasowanie do pojęcia papieru wartościowego na gruncie prawa prywatnego, gdzie związek między prawem a dokumentem jest niezwykle silnie akcentowany⁵¹. Co więcej, zdematerializowane papiery wartościowe w rozumieniu ustawy nie są, jak już była o tym mowa kategorią jednolitą. Zaliczyć do nich można prawa pochodne, będące na gruncie prawa cywilnego umowami oraz wymienione w art. 3 pkt 1 lit. „a” u.o.i.f. (a więc jednostce legislacyjnej, w której dominują konstrukcje, które na gruncie prawa cywilnego mogą być uznane za papiery wartościowe) prawa poboru i prawa do akcji, które z kolei takiego statusu nie posiadają. Problem zdematerializowanych papierów wartościowych jest żywo dyskutowany w literaturze przedmiotu. Dominują zasadniczo trzy koncepcje, które zostaną przedstawione niżej.

2.2.2. Papier wartościowy a dematerializacja – prezentacja piśmiennictwa

Zdaniem F. Zolla dematerializacja papierów wartościowych nie wpływa na zachowanie ich konstrukcji prawnej⁵². Autor przeprowadza bardzo ciekawy i szczegółowy wywód. Wychodząc z analizy art. 921⁶ k.c. stwierdza, co oczywiste, że papier wartościowy jest dokumentem. Dokumenty, zgodnie z art. 244 k.p.c. dzielą się na urzędowe i prywatne. Kodeks postępowania cywilnego wiąże z nimi różne domniemania. Na gruncie papierów wartościowych rozważeniu podlegają jedynie dokumenty prywatne nawet w sytuacji, gdy ich wystawcą jest podmiot publiczny (działa bowiem w sferze *dominium*), chociaż wyjątkowo zdarzyć się może, że papier wartościowy będzie inkorporowany w dokumencie urzędowym⁵³. Na gruncie k.p.c. nie znajdujemy definicji dokumentu, choć z analizy art. 244 wynika, że jest nim pismo zawierające oświadczenie wywołujące skutki na gruncie

⁵⁰ R. Jastrzębski, *Dematerializacja papierów wartościowych. Na marginesie pracy J. Jastrzębskiego: Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, PUG 2009/4, s. 33-34.

⁵¹ *Vide* K. Zacharzewski, *Regulacja dematerializacji w nowym kodeksie cywilnym*, *Studia Prawa Prywatnego* 2012/1, s. 29 i n.

⁵² F. Zoll, *op. cit.*, s. 22 in.

⁵³ *Ibidem*.

prawa cywilnego. Powstaje jednak pytanie, czy pismo takie musi zostać opatrzone podpisem. F. Zoll odpowiada na nie pozytywnie zastrzegając, że odpowiedź ta jest aktualna tylko na gruncie art. 244 i 245 k.p.c., jednakże dopuszcza posłużenie się dokumentem niepodpisanym jako innym dokumentem niż prywatny i urzędowy, bowiem podział ten zdaniem tego autora nie ma charakteru dychotomicznego, co wydaje się wątpliwe.

Przenosząc rozważania o dokumentach w ogólności na płaszczyznę dokumentów kwalifikowanych, jakimi są papiery wartościowe, F. Zoll dochodzi do wniosku, że na gruncie k.c. nie ma wyrażonego wprost wymogu, aby papier wartościowy został podpisany, a obowiązek ten wynika wprost z ustaw regulujących poszczególne rodzaje papierów wartościowych⁵⁴. Taki tok rozumowania zdaje się potwierdzać przywołany A. Meier-Hayoz, stwierdzający, że na gruncie prawa szwajcarskiego papier wartościowy nie musi zostać podpisany, jeżeli obowiązek taki nie wynika z przepisu prawa⁵⁵. Pogląd taki zdawać by się mógł jednak nie do przyjęcia na gruncie prawa polskiego, bowiem ze względu na normę wyrażoną w art. 78 § 1 k.c. na dokumencie obejmującym treść oświadczenia woli musi zostać złożony własnoręczny podpis. Podkreślony został jednak przez F. Zolla brak tożsamości jurystycznej pomiędzy dokumentową postacią papieru wartościowego a formą pisemną, o której mowa w art. 78 § 1 k.c. Co więcej, omawiany autor stoi na stanowisku, że *pismo nieopatrzone podpisem jest dokumentem, który może być również opatrzone klauzulami dokumentowymi, wywołującymi skutki dla prawa materialnego, a w końcu przybierającym postać papieru wartościowego*⁵⁶, a *pod pojęciem dokumentu stwierdzającego zobowiązanie w rozumieniu art. 465 § 1 k.c. należy również rozumieć dokument niepodpisany*⁵⁷.

Ten wniosek pozwolił F. Zollowi przyjąć, że *przy odrzuceniu warunku podpisu jako nieodzownego wymagania dla przyjęcia, iż pismo jest dokumentem, nie istnieje teoretycznie żaden konstrukcyjny problem w uznaniu, iż może istnieć dokument w postaci zdematerializowanej [...] bowiem nie stoi na przeszkodzie uznania danego pisma za dokument, jeżeli jego odczytanie wymaga urządzeń technicznych*⁵⁸. Problem pojawia się dopiero, gdy ustawa wymaga podpisu dla ważności wystawienia danego papieru wartościowego. Problem ten zdaniem omawianego autora rozwiązać można nader prosto. Otóż przedmiotem obrotu zdematerializowanego są na razie tylko papiery wartościowe, które ze względu na swoją

⁵⁴ Zoll, *op. cit.*, s. 25.

⁵⁵ A. Meier-Hayoz, C. von der Crone, *Wertpapierrecht*, Bern 2000, s. 4.

⁵⁶ F. Zoll, *op. cit.*, s. 26; podobnie, choć z zastrzeżeniem, K. Kruczałak, *Prawo papierów wartościowych*, Sopot 1998, s. 17.

⁵⁷ F. Zoll, *op. cit.*, s. 27.

⁵⁸ *Ibidem*.

seryjność zaopatrzone mogą być w podpis powielany mechanicznie (faksymile). Ten zaś podpis, jako podpis niewłasnoręczny, może zostać z powodzeniem zastąpiony przez podpis elektroniczny złożony za pomocą urządzenia opatrzonego ważnym kwalifikowanym certyfikatem. Jedynie bowiem wymóg złożenia podpisu własnoręcznego, jaki ustawa stawia choćby przed wystawcą weksla, nie może być w ten sposób zastąpiony, ale weksle nie występują w postaci zdematerializowanej⁵⁹. Tak też związanie prawa nie z papierem, ale z nośnikiem elektronicznym, nazywa kwestią czysto techniczną⁶⁰. Zdematerializowany papier wartościowy nie jest nowym bytem prawnym, a posiada wciąż wszelkie prawem wymagane cechy dokumentu. Pozostaje więc dokumentem mimo dematerializacji.

F. Zoll, pisząc w 2004 roku, a więc na gruncie poprzednio obowiązującego stanu prawnego, powołał się na art. 7 a ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 roku (którego odpowiednikami są obecnie art. 13 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz art. 6 ustawy o ofercie publicznej). Przepis ten stanowił, że oświadczenia woli składane w związku z dokonywaniem czynności w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi mogą być wyrażone za pomocą elektronicznych nośników informacji, a związane z tymi oświadczeniami dokumenty mogą być sporządzane na elektronicznych nośnikach informacji, jeżeli dokumenty te zostaną w sposób należyty sporządzone, utrwalone, zabezpieczone i przechowywane. Forma taka spełnia kryteria formy pisemnej zastrzeżonej pod rygorem nieważności.

Słuszną krytykę poglądów Zolla przeprowadził między innymi M. Michalski, stwierdzając, że przedstawione wyżej wywody oparto na przepisie wprowadzonym do p.o.p.w. w 1997 roku w drodze nowelizacji w terminie późniejszym, podczas gdy dematerializację przewidywała wspomniana ustawa już w wersji pierwotnej⁶¹. Nie to jest jednak największym zarzutem, jaki można postawić koncepcji F. Zolla.

Problem jest bowiem dużo poważniejszy i wynika z przyjęcia błędnego założenia, iż podstawą dematerializacji są przepisy o oświadczeniach woli w formie elektronicznej. Przepisy o oświadczeniach woli składanych w formie elektronicznej nie mają zastosowania do samego aktu dematerializacji, gdyż stanowi on zbiór czynności o charakterze technicznym, podejmowanych przez podmiot

⁵⁹ Choć widoczna jest na świecie tendencja dematerializacji weksli i czeków, por. M. Adamczyk, *Problem dematerializacji weksla i czeku de lege lata*, PPH 2010/9, s. 44 i n.

⁶⁰ F. Zoll, *op. cit.*, s. 31.

⁶¹ Autor słusznie zauważa, że w pierwszym – sprzed nowelizacji p.o.p.w. 1997 – wydaniu monografii F. Zolla, *Klauzule dokumentowe...*, wyd. 1, s. 31, autor ten formułuje ten sam pogląd, wysnuwając go z regulacji art. 7 PrBank, co oznaczałoby, że do czasu wprowadzenia art. 7a PrPapW 1997 dematerializacja odbywała się bez podstawy prawnej lub że wprowadzając go, ustawodawca zmienił radykalnie koncepcję papieru wartościowego.

uprawniony do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Co więcej, pominięto przy tym okoliczność, iż wzmiankowany art. 7a p.o.p.w. odnosił się do oświadczeń woli, czyli akcentuje stosunki zewnętrzne, tj. zachowania wobec osób (podmiotów) trzecich. Tymczasem rejestracja zdematerializowanych papierów wartościowych następuje w ramach wewnętrznych systemów ewidencyjnych prowadzonych z osobna przez każdy podmiot uprawniony (dom maklerski, bank itp.). Trudno zatem przyjmować, że czynności ewidencyjne dokonywane przez jeden i ten sam podmiot wymagają składania przez niego sobie samemu oświadczeń woli. W tym ujęciu ewidencja zdematerializowanych papierów wartościowych, a raczej osób uprawnionych wraz z aktualizacją wielkości ich uprawnień, ma wymiar czysto techniczny, zaś jego adresatem i wykonawcą zarazem jest podmiot prowadzący właściwy rachunek papierów wartościowych.

Wydaje się, że poglądy F. Zolla można zasadnie poddać w wątpliwość. Ich podstawą jest połączenie regulacji ustawowych papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu zdematerializowanego na rynku zorganizowanym, przepisów kodeksowych o formie czynności prawnych oraz regulacji z ustawy o podpisie elektronicznym. Konstrukcja ta nie da się utrzymać w sytuacji, gdy w prawie polskim pojawiają się zdematerializowane weksle, tak popularne już w krajach nie tylko systemu *common law*, ale i we Francji⁶². Wydaje się, że jest to kwestią czasu. Pojawienie się tych papierów wartościowych w wersji zdematerializowanej zburzy nieco sztuczną koncepcję opartą na uznaniu, że walory zdematerializowane są dokumentami opatrzonymi podpisem elektronicznym, który może być ekwiwalentem jedynie podpisu, który w warunkach materialnych powielany może być mechanicznie. Weksle wymagają bowiem podpisu własnoręcznego, co kłóci się z przyjętymi wyżej założeniami. Konstrukcja F. Zolla broni się więc niejako przypadkiem, bowiem aktualna może pozostać tylko ze względu na zdawałoby się drugorzędne postanowienia dotyczące sposobu składania podpisu na dokumencie, a nie na cechy konstrukcyjne dematerializacji. Również P. Machnikowski pisze o zastępowaniu materialnych nośników oświadczeń woli stron zapisami elektronicznymi, że *jakkolwiek taki sposób zapisu oświadczenia również można kwalifikować jako dokument [...] to jego cechy i sposób posługiwania się nim różnią się na tyle od dokumentów tradycyjnych, że wskazane jest wydzielenie ich w odrębną kategorię*⁶³. Autor ten zdaje się jednak skłaniać ku przyznaniu prawom zdematerializowanym statusu papierów wartościowych, choć podkreśla wielkie różnice w zakresie *zasad ich tworzenia, wykonywania i obrotu inkorporowanymi w nich prawami, na skutek czego regulacja kodeksowa ma do tych papierów bardzo ograniczone zastosowanie*⁶⁴.

⁶² M. Adamczyk, *op. cit.*, s. 44-47.

⁶³ P. Machnikowski [w:] red. E. Gniewek. *K.C. Komentarz*, s. 1448.

⁶⁴ *Ibidem*.

W podobnym tonie co F. Zoll, choć bez tak rozbudowanej argumentacji wypowiada się również M. Lemmonier, która jako podstawę prawną uznania zapisów na rachunkach elektronicznych za dokumenty przywołuje rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 2 grudnia 2005 roku w sprawie postępowania z dokumentami związanymi z dokonywaniem niektórych czynności regulowanych ustawą o obrocie instrumentami finansowymi⁶⁵. Zdaniem tej autorki, rozporządzenie to stanowi wyraz rozszerzenia pojęcia dokumentu na tzw. niematerialne nośniki⁶⁶. M. Lemmonier uznaje, że dematerializacja jest naturalnym etapem rozwoju prawa papierów wartościowych, co nie wymaga nawet głębszego uzasadnienia. Wobec braku przytoczonych argumentów ciężko jednak z tym poglądem polemizować. Zwrócić należy uwagę, że skoro jednak przyjęcie tożsamości konstrukcyjnej papierów materialnych i zdematerializowanych wymaga podstawy prawnej, z czym się zdecydowanie zgadzam, to powinna to być regulacja rangi ustawowej, a nie wynikająca pośrednio z rozporządzenia określającego czynności techniczne związane z postępowaniem ze zdematerializowanymi papierami wartościowymi. Nawet gdyby którykolwiek z przepisów tego rozporządzenia wprost stanowił to, co M. Lemmonier z niego zdaje się wywodzić, to uznać wypadałoby go za wydany z przekroczeniem delegacji ustawowej, a więc akt prawny sprzeczny z Konstytucją RP.

Również zbliżone stanowisko zaprezentował J. Jastrzębski. Przedstawił trafnie wagę problemu stwierdzając, że dla uchwycenia dematerializacji wciśniętej w ramy tradycyjnego prawa papierów wartościowych należałoby *zrewidować znaczenia zasad prawa rzeczowego w sferze papierów wartościowych*⁶⁷. Autor nie przedstawił jednak żadnej argumentacji pozwalającej na przyjęcie, że walory zdematerializowane są papierami wartościowymi w rozumieniu prawa cywilnego. Przyjął on to *a priori*, uznając już na wstępie, że *ze względu na fragmentaryczność ram prawnych dematerializacji [...] istotnego znaczenia nabierają aspekty funkcjonalne oraz związana z nimi ciągłość koncepcyjna papieru wartościowego tradycyjnego i zdematerializowanego*⁶⁸. Autor ten uznał więc, że wobec ascetycznej regulacji dematerializacji obrotu i dematerializacji przedmiotu tegoż obrotu posiłkować się możemy stosując przepisy odnoszące się do materialnych papierów wartościowych, co potwierdza z kolei jedynie tezę o ich *ciągłości koncepcyjnej*. Wnioskowanie omawianego autora wydaje się wątpliwe o tyle, że to właśnie ewentualna ciągłość konstrukcyjna mogłaby dawać asumpt do twierdzenia o moż-

⁶⁵ Dz.U. 2005 nr 242 poz. 2041.

⁶⁶ M. Lemmonier, *Europejskie modele...*, s. 96; tak też: M. Lemmonier, J. J. Zięty, M. Mariański, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011/08, s. 47.

⁶⁷ J. Jastrzębski, *op. cit.*, s. 47.

⁶⁸ *Ibidem*, s. 18.

liwości stosowania w tej czy innej formie przepisów odnoszących się do tradycyjnych papierów wartościowych. Niemniej jednak tę ciągłość należałoby wcześniej wykazać. Przywoływany autor uznał jednak odwrotnie, że skoro tzw. papiery wartościowe zdematerializowane zostały uregulowane fragmentarycznie, to należy stosować do nich kodeksowe przepisy odnoszące się do papierów rozumianych tradycyjnie.

Konsekwencją tego poddanego krytyce przyjęcia już na samym początku rozważań było dalsze nieporozumienie polegające na uznaniu, że definicja papieru wartościowego zdematerializowanego mieści się w definicji papieru wartościowego materialnego w sytuacji, gdy wcześniej definicja papieru wartościowego materialnego została tak sformułowana przez autora, by pochłaniała już swój quasi desygnat niematerialny. Przytoczyć można twierdzenie J. Jastrzębskiego, że definicja papieru wartościowego w ujęciu klasycznym pomijająca papiery wartościowe zdematerializowane byłaby *definicją, którą można umownie nazwać retrospektywną, gdyż zmierzałaby raczej do opisu i zakonserwowania pewnych zasad rządzących prawem papierów wartościowych w okresie poprzedzającym dematerializację*⁶⁹. Autor przyznaje dalej wprost, że *definicja tradycyjnie rozumianego papieru wartościowego może być konstruowana w sposób umożliwiający zaadaptowanie do konstrukcji papieru zdematerializowanego lub funkcjonującego w obrocie zdematerializowanym*⁷⁰.

W tej grupie poglądów przytoczyć należy również stanowisko Sz. Ciarkowskiego, który za papiery wartościowe uznał nawet pochodne instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym, a więc będące niczym innym, jak umowami, o ile tylko ich instrumentem bazowym jest prawo notowane na rynku publicznym, jako papier wartościowy⁷¹. Z poglądem tym jednak trudno się zgodzić, bowiem są to konstrukcje umowne, które nie mają żadnego nośnika – nie tylko materialnego, ale nawet zdematerializowanego (rzecz jasna – poza dokumentem umowy), a w tej koncepcji każda umowa, która ma za przedmiot papier wartościowy byłaby sama papierem wartościowym (np. umowa sprzedaży akcji), co jest oczywiście nie do przyjęcia.

Druga koncepcja, autorstwa M. Romanowskiego, wyrosła częściowo z krytyki poglądów F. Zolla. Rozbieżność ta wynika głównie z odmiennego pojmowania pojęcia dokumentu przez obu autorów. F. Zoll rozumie dokument szeroko, włączając do tego pojęcia również odpowiednie zapisy elektroniczne. Z kolei M. Romanowski pisząc o dematerializacji używa sformułowania *zastąpienie dokumentu*

⁶⁹ J. Jastrzębski, *op. cit.*, s. 37.

⁷⁰ *Ibidem*.

⁷¹ Sz. Ciarkowski, *Prawa pochodne...*, s. 12-13.

[...] zapisem komputerowym [...] ⁷². Autor ten przyznaje, że *pojęcie dematerializacji papieru wartościowego wiąże się ściśle z pojęciem papieru wartościowego występującego w postaci dokumentu elektronicznego zawierającego podpis elektroniczny podlegający certyfikacji*. Nie są to jednak pojęcia jednoznaczne, bowiem *dokument elektroniczny zawierający podpis elektroniczny ma w zamierzeniu ustawodawcy stanowić formę równoważną dokumentowi występującemu w postaci materialnej*. Różnica między desygnatami tych dwóch pojęć najpełniej uwidacznia się w tym, że komputerowe zapisy papierów wartościowych na rachunkach, o których mowa w art. 7 ustawy, *nie są oświadczeniem woli wystawcy (emitenta) papieru wartościowego złożonym w formie elektronicznej w rozumieniu art. 78 § 2 k.c., a więc opatrzonym bezpiecznym podpisem elektronicznym weryfikowanym przy pomocy ważnego kwalifikowanego certyfikatu* ⁷³. Konsekwencją tego rozróżnienia jest przyjęcie, że papier wartościowy przyjmujący formę dokumentu elektronicznego opatrzonego bezpiecznym podpisem nie wymaga zorganizowanego i scentralizowanego systemu komputerowej ewidencji zdematerializowanych papierów wartościowych, który stanowi cechę obrotu papierami zdematerializowanymi. Skutek ten ma bezpośrednie przełożenie na sposób realizacji praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, które wymagają przecież świadectwa depozytowego.

Zdaniem M. Romanowskiego dematerializacja wywiera znaczący wpływ na klasyczną teorię papierów wartościowych, bowiem niesie ze sobą zerwanie więzi między prawem majątkowym a nośnikiem, w którym było inkorporowane. Krytykuje on koncepcję F. Zolla o prostej kontynuacji papieru wartościowego w zdematerializowanej formie z tego względu, że odpadnięcie nośnika materialnego doprowadziło do całkowitej zmiany zasad przenoszenia praw za papierów wartościowych. Autor słusznie zauważa, że dematerializacja papierów wartościowych jest wtórnym zjawiskiem wobec dematerializacji samego obrotu, a zapis na rachunku, jako element konstytutywny przejścia prawa zbliżony jest raczej do konstrukcji dematerializacji obrotu, niż przedmiotu tego obrotu. Stanowczo przeciwstawia się możliwości uznania ekwiwalentności między prawnymi przyczynami i skutkami wydania dokumentu materialnego a zapisem zdematerializowanego papieru wartościowego na rachunku elektronicznym, gdyż uzależnione jest to od rozliczenia transakcji przez KDPW. Krytykując przydatność koncepcji dokumentu elektronicznego dla wytłumaczenia zdematerializowanych pa-

⁷² M. Romanowski, [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. XVIII, *Prawo papierów wartościowych*, (red.) A. Szumański, s. 111, W przytoczonej publikacji autor rozwija i broni swoje stanowisko zaprezentowane już wcześniej: *Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje papierów wartościowych*, PiP 1999/10 s. 39 i n.

⁷³ *Ibidem*, s. 114.

pierów wartościowych stwierdza, że *przyjęcie tezy, że zapis elektroniczny może mieć walor dokumentu w rozumieniu prawa cywilnego oznacza wyłącznie tyle, że powstaje w obrocie nowy nośnik określonych treści (mających prawne znaczenie) alternatywny w stosunku do dokumentu tradycyjnego, co uzasadnia podział dokumentów na materialne (klasyczne) i elektroniczne*⁷⁴. Z M. Romanowskim niewątpliwie należy się zgodzić, można jednak żałować, że autor nie poszedł „za ciosem”, a wycofał się z pozycji, którą tak starannie uzasadnił i uznał w efekcie, że mimo tych sygnalizowanych rozbieżności prawa zdematerializowane są jednak papierami wartościowymi, a nawet mają do nich zastosowanie przepisy kodeksu cywilnego.

Niewątpliwą zasługą M. Romanowskiego jest przedstawienie naukowej próby wytłumaczenia jednego z największych nieporozumień, jakie wywołały niefortunne sformułowania ustawodawcy tworzącego ustawę o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Poniższe uwagi z całą mocą pozostają aktualne również na gruncie obecnej ustawy. Romanowski dla rozstrzygnięcia sporu, czy dany walor nazywany przez ustawę zdematerializowanym papierem wartościowym jest nim w rozumieniu prawa cywilnego proponował tak zwany *test zamienności postaci (formy) papieru wartościowego* polegający na przyznaniu prawa do tego miana tym spośród zdematerializowanych walorów, które jako papiery wartościowe występują również w postaci materialnej⁷⁵. Test ten „zdają” przykładowo akcje, obligacje i warranty subskrypcyjne. Nie „zdają” go jednak wszystkie prawa pochodne, które z punktu widzenia prawa cywilnego są umowami oraz wierzytelności w postaci praw do akcji i praw poboru.

W tym miejscu wspomnieć można o pośrednim stanowisku, zaprezentowanym przez A. Chłopeckiego, który uznał, że *pojęcie papieru wartościowego dopuszczonego do publicznego obrotu jest pojęciem rodzajowo, lecz nie funkcjonalnie różnym od pojęcia papieru wartościowego w tradycyjnym znaczeniu tego wyrażenia*⁷⁶. Różnica rodzajowa ma, zdaniem autora, polegać na tym, że „papier wartościowy” w tradycyjnym rozumieniu jest dokumentem, a więc zapisem informacji sporządzonym na papierze przez uprawniony podmiot (emitenta), natomiast papier wartościowy dopuszczony do publicznego obrotu jest zapisem informacji dokonany przez inny podmiot. A. Chłopecki wskazuje również na różnice w treści inkorporowanego prawa między tradycyjnym, a zdematerializowanym papierem wartościowym⁷⁷.

⁷⁴ *Ibidem*, s. 117.

⁷⁵ *Ibidem*, s. 120.

⁷⁶ A. Chłopecki, *Prawo do akcji w publicznym obrocie na tle definicji papieru wartościowego w ustawie prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 1999/3 wkładka, s. 5.

⁷⁷ *Ibidem*.

Trzecie stanowisko reprezentowane jest przez kilku autorów, a w europejskiej literaturze przedmiotu uchodzi za marginalne. Zgodnie z tym zapatrywaniem, przepisów prawa cywilnego o papierach wartościowych w ogóle nie stosuje się do zdematerializowanych papierów wartościowych. Pogląd taki wyraził już K. Zawada, stwierdzając dość radykalnie, że pojęcie papieru wartościowego w ustawie o obrocie papierami wartościowymi ma zupełnie inne znaczenie niż pojęcie użyte w art. 921⁶ i następnych k.c. ze względu na brak ucieleśnienia praw w dokumencie⁷⁸. Autor ten stwierdził również, że *związku między walorami niemającymi materialnych nośników a papierami wartościowymi w tradycyjnym znaczeniu można się dopatrywać jedynie w przyświecającym im wspólnym motywie: uczynienia tych walorów, na wzór praw wyrażonych w tradycyjnych dokumentach, przedmiotem odrębnego obrotu opartego na szczególnych zasadach, gwarantujących jego szybkość i bezpieczeństwo*⁷⁹. Tego samego zdania jest również R. Czerniawski, uznający, że *używanie pojęcia papiery wartościowe w stosunku do tego, co jest przedmiotem publicznego obrotu ma charakter czysto symboliczny*⁸⁰. Stanowisko takie wyraził też M. Bączyk, który stwierdził, że ustawodawca wprowadzając art. 921¹ i następne do kodeksu cywilnego nie uwzględnił należyście zjawiska dematerializacji oraz zdematerializowanego obrotu⁸¹. Zasadność uznania części derywatów za papiery wartościowe podważył również R. Jędrzejowski, który uznał za niecelowe posługiwaniem papieru wartościowego w odniesieniu do konstrukcji umożliwiającej nabycie lub zbycie innego papieru wartościowego⁸².

Zwrócić należy uwagę, że stanowisko M. Bączyka nie jest tak skrajne, jak K. Zawady i R. Czerniawskiego, odnosi się bowiem nie do odmienności konstrukcyjnej leżącej u istoty zagadnienia o tożsamości lub jej braku papierów dokumentowych i zdematerializowanych, a jedynie do niedostosowania przepisów kodeksowych do obrotu zdematerializowanego. Na gruncie nowszej literatury przytoczyć można choćby pogląd K. Zacharzewskiego, który jasno uznał, że *tradycyjne teorie papierów wartościowych nie są już w stanie wytłumaczyć istoty prawnej waloru zdematerializowanego oraz reguł jego funkcjonowania w obrocie prawnym*⁸³. Autor uznał jednak, że w odniesieniu do konstrukcji występują-

⁷⁸ K. Zawada [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, (red.) K. Pietrzykowski, Warszawa 2003 t. II s. 674.

⁷⁹ *Ibidem*, s. 962.

⁸⁰ R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Ustawa prawo o publicznym obrocie...*, s. 35, 36 i 85.

⁸¹ M. Bączyk [w:] *Prawo gospodarcze i handlowe*, t. IV, *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Warszawa 2004, s. 10 i n.

⁸² R. Jędrzejowski, *Prawo pochodne jako papier wartościowy*, Rzeczpospolita 10-11 czerwca 1998/135.

⁸³ K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, s. 130.

cych w prawie prywatnych jako papiery wartościowe, doszło do ich dostosowania do obrotu giełdowego w wyniku oderwania prawa podmiotowego od nośnika dokumentowego⁸⁴, nie nazywa ich jednak wprost papierami wartościowymi, z czym nie sposób się nie zgodzić. W podobnym duchu zdaje się wypowiadać również A. Janiak, stwierdzający, że pojęcie papieru wartościowego użyte przez ustawę o obrocie instrumentami finansowymi jest pojęciem tylko na użytek tej ustawy⁸⁵.

Zaprezentowane wyżej koncepcje różnią się w dwóch płaszczyznach – argumentacji i wniosków. Co ciekawe, mimo skrajnie rozbieżnej argumentacji oraz ożywionej dyskusji, autorzy tych koncepcji doszli do podobnych wniosków. F. Zoll uznał bowiem, że papiery wartościowe w rozumieniu ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi są papierami wartościowymi na gruncie prawa cywilnego. Jego uwaga wyrażona była ogólnie, co pozwala przyjąć, że kierował ją pod względem wszystkich walorów uznanych przez ustawę za papiery wartościowe. Z kolei M. Romanowski wykazując niektóre luki w argumentacji F. Zolla, ale nie przedstawiając własnych argumentów pozytywnych, również uznał istnienie pomostu konstrukcyjnego łączącego papiery wartościowe w rozumieniu prawa cywilnego z ich zdematerializowaną odmianą występującą na rynku zorganizowanym. Wniosek ten autor odnosi jednak szczęśliwie tylko do tych zdematerializowanych praw z papierów wartościowych, które mają swój materialny pierwowzór będący papierem wartościowym w rozumieniu prawa cywilnego.

Żaden z wymienionych wyżej autorów nie posunął się poza stwierdzenie o stosowaniu do zdematerializowanych papierów wartościowych przepisów kodeksu cywilnego. Nie przedstawił również w jaki sposób przepisy te miałyby być stosowane – wprost czy odpowiednio oraz – jakie skutki wiązałyby się z przyjęciem takiego wniosku.

2.2.3. Papier wartościowy a dematerializacja – próba syntezy poglądów autora

Aby odpowiedzieć na pytanie o zasadność posługiwania się pojęciem papieru wartościowego wobec zjawiska dematerializacji należy najpierw poczynić kilka uwag porządkujących.

Po pierwsze, na gruncie prawa prywatnego nie istnieje definicja papieru wartościowego⁸⁶. Od dawna zderzają się ze sobą różne koncepcje akcentujące bardziej od innych poszczególne cechy dokumentów zaliczanych do papierów wartościowych. W prawie kontynentalnym chyba tylko szwajcarski kodeks

⁸⁴ *Ibidem*, s. 171.

⁸⁵ A. Janiak [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. A. Kidyba, t. III, Warszawa 2010, s. 1282.

⁸⁶ A. Szpunar, *Podstawowe problemy...*, s. 15.

zobowiązań w art. 965⁸⁷ zawiera definicję legalną papieru wartościowego⁸⁸. Zgodnie z tym przepisem, papierem wartościowym jest każdy dokument, z którym związane jest prawo podmiotowe w taki sposób, że bez dokumentu owego prawa nie można ani dochodzić, ani przenieść. Ustawodawca polski dokonując noweli sierpniowej w 1990 roku nie pokusił się o takie sformułowanie, gdyż, jak stwierdził A. Szpunar *nie powinien się wdawać w spory doktrynalne, a każda podana przez niego definicja wywołałaby tylko zamieszanie*⁸⁹.

Po drugie, w obecnie obowiązującej ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, podobnie jak to miało miejsce w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi, nie istnieje klasyczna i zupełna w sensie logicznym definicja papieru wartościowego, a ma ona charakter definicji agregatywnej i otwartej⁹⁰. Ar. 3 pkt 1 lit. a i b stanowią definicję przyporządkowującą, gdyż wymieniają jedynie desygnaty pojęcia papier wartościowy bez próby uchwycenia istoty tego pojęcia.

Po trzecie, definicja ta została umieszczona w „słowniczku”, na konsekwencje czego zwrócił uwagę A. Chłopecki. Tak więc, definicje „słowniczkowe” nie są definicjami materialnoprawnymi, a stanowią ułatwienie w technice legislacyjnej, którego celem ma być zwolnienie ustawodawcy z obowiązku powtarzania i wymienia wielokrotnie szeregu pojęć. Zatem cechą wspólną pojęć umieszczonych w „słowniczku” pod jedną pozycją nie jest ich tożsamość materialnoprawna, a jedynie to, że znajdować się one mogą obok siebie w redakcji przepisu. Mogą mieć ze sobą tyle wspólnego, co „powód” i „pozwany” będący przecież stronami postępowania cywilnego.

Po czwarte, immanentną cechą definicji „słowniczkowych” jest tworzenie ich tylko na użytek konkretnej ustawy. Oznacza to, że nawet przy odrzuceniu poprzedniego argumentu uznać należałoby, że walory wymienione w art. 3 pkt 1 lit. a i b ustawy są papierami wartościowymi tylko w rozumieniu tejże ustawy i ustaw, które w tym zakresie się do niej odwołują. Jest to zgodne z § 3 ust. 2 Rozporządzenia

⁸⁷ *Grundbuchliche Verfügungen, wie Eintragung, Änderung, Löschung dürfen in allen Fällen nur auf Grund eines Ausweises über das Verfügungsrecht und den Rechtsgrund vorgenommen werden.*

Der Ausweis über das Verfügungsrecht liegt in dem Nachweise, dass der Gesuchsteller die nach Massgabe des Grundbuches verfügungsberechtigte Person ist oder von dieser eine Vollmacht erhalten hat.

Der Ausweis über den Rechtsgrund liegt in dem Nachweise, dass die für dessen Gültigkeit erforderliche Form erfüllt ist.

⁸⁸ Jeżeli zobowiązanie wynika z wystawionego papieru wartościowego, dłużnik jest obowiązany do świadczenia za zwrotem dokumentu albo udostępnieniem go dłużnikowi celem pozbawienia dokumentu jego mocy prawnej w sposób zwyczajowo przyjęty.

⁸⁹ A. Szpunar, *op. cit.*, s. 15.

⁹⁰ *Vide* uwagi w rozdziale III.

Prezesa Rady Ministrów z 2002 roku w sprawie zasad techniki prawodawczej⁹¹, według którego to przepisu, w ustawie nie zamieszcza się przepisów, które regulowałyby sprawy wykraczające poza wyznaczony przez nią zakres przedmiotowy oraz podmiotowy. Definicja zakresowa, to jest wyliczające elementy składowe swojego zakresu, jest jednym z rodzajów definicji, wymienionym w § 153 ust. 1 tego rozporządzenia. Nie ma natomiast podstaw, by przydać jej funkcję wykraczającą poza zakres przedmiotowy i podmioty ustawy, w której się znajduje.

Po piąte, ewentualne przyjęcie materialnoprawnego i ogólnego charakteru definicji papieru wartościowego w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi prowadziłyby do przyjęcia dwóch absurdalnych wniosków. Po pierwsze, przykładowo akcje stałyby się papierami wartościowymi tylko na rynku kapitałowym (rynku instrumentów finansowych), bowiem tylko ten rynek jest przedmiotem regulacji ustawy. Przyjęcie bowiem, że definicja z ustawy ma charakter materialnoprawny, to jest kształtujący, a nie przyporządkowujący i techniczny, wobec braku definicji materialnoprawnej na gruncie prawa prywatnego prowadziłyby do konstatacji, że jedynym polem, na którym akcja jest papierem wartościowym, jest rynek kapitałowy, z czym oczywiście nie można się zgodzić. Po drugie, oznaczałoby to przyjęcie, że papierami wartościowymi są umowy określane jako prawa pochodne, a zaliczane przez ustawę do papierów wartościowych oraz prawa do akcji i prawa poboru, które są obecne na rynku kapitałowym, ale papierami wartościowymi nie są.

Po szóste, odpowiedzieć w końcu należy na pytanie, czy nawet przy braku albo nieco innym sformułowaniu niektórych przepisów u.o.i.f. można mówić o ciągłości konstrukcyjnej między papierami wartościowymi materialnymi a zdematerializowanymi. Wydaje się, że na zadane wyżej pytanie należy udzielić odpowiedzi przeczącej. Papiery wartościowe w tradycyjnym rozumieniu powstały w celu związania prawa z dokumentem. Sposób tego związania oraz jego cel był przedmiotem dyskusji w piśmiennictwie prawniczym od mniej więcej dwustu pięćdziesięciu lat i nie jest celowe w tym miejscu powtórne przybliżanie najważniejszych nawet stanowisk. Jednak w ujęciu klasycznym nie było żadnych wątpliwości, że mowa jest o dokumencie materialnym, to znaczy takim, który może być podpisany, wydany, przekreślony, a na którego odwrocie uczynić można pewne wzmianki. Już wcześniej cytowani autorzy stwierdzają, że regulacje odnoszące się do papierów wartościowych kompletnie nie nadają się do zastosowania na gruncie praw nazywanych zdematerializowanymi papierami wartościowymi⁹².

⁹¹ Dz.U. 2002 nr 100 poz. 908.

⁹² Tak też choćby L. Koziorowski, *Obrót papierami wartościowymi złożonymi do depozytu*, PPH 1997/7, s. 34, który uznał, że regulacje obrotu publicznego mają charakter *lex specialis* względem norm k.c., a na gruncie nowszego piśmiennictwa M. Rośniak-Marczuk, *Egzekucja sądowa z instrumentów finansowych*, Warszawa 2011, rozdział I s. 4.

Po siódme, wyżej przytoczeni autorzy opowiadający się za szerszym lub węższym przypisaniem zdematerializowanym papierom wartościowym statusu papierów wartościowych na gruncie prawa prywatnego nie rozważają żadnych konsekwencji z tymi wnioskami związanych. Nie wiadomo, czemu wniosek uznający zdematerializowane papiery wartościowe w rozumieniu u.o.i.f. za papiery wartościowe w rozumieniu k.c. miały w ogóle służyć. Nie podaje się w piśmiennictwie, jak miałyby wyglądać zastosowanie przepisów k.c. do zdematerializowanych papierów wartościowych. Nie wpływa to również w żaden sposób na stosowanie przepisów regulujących poszczególne typy papierów wartościowych, jak akcje i obligacje. Co więcej, reżim powstania i obiegu zdematerializowanych papierów wartościowych jest wystarczająco, choć skromnie uregulowany w prawie rynku kapitałowego. Trudno dostrzec więc racjonalny cel przyświecający idei uznania tych praw za papiery wartościowe w rozumieniu prawa cywilnego. Podobne stanowisko, choć wskazujące na pewne cechy wspólne, na gruncie nowego piśmiennictwa wyrazili między innymi K. Zaradkiewicz⁹³, M. Lemmonier⁹⁴ i K. Zacharzewski⁹⁵. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że jest to rozwiązanie charakterystyczne dla prawa polskiego⁹⁶, co jest skutkiem *pewnych uproszeń denominacyjnych w dobie kształtowania się normatywnych podstaw publicznego obrotu papierami wartościowymi w prawie polskim*⁹⁷.

Po ósme, geneza dematerializacji nie wskazuje na chęć zmieniania konstrukcji materialnoprawnych prawa papierów wartościowych a jedynie na potrzebę usprawnienia dokonywania i kontroli obrotu na rynku kapitałowym a dokładniej, w jego zorganizowanej części⁹⁸.

Po dziewiąte, art. 7 ustawy mówi o prawach ze zdematerializowanych papierów wartościowych, a nie o papierach wartościowych. Oznacza to, moim zdaniem, w zestawieniu z powyższymi uwagami, że przedmiotem obrotu na części rynku zorganizowanego wymagającej dematerializacji walorów nie są papiery wartościowe w rozumieniu prawa cywilnego, a prawa podmiotowe związane z nośnikiem niematerialnym, które treściowo częściowo odpowiadają prawom z klasycznych papierów wartościowych, lecz nimi nie są. Sposób ich powstania, obrotu, wykonywania uprawnień oraz ustania ich bytu jest całkowicie odmienny od tego wszystkiego, co łączone jest z klasycznymi papierami wartościowymi. Uznać można, moim zdaniem, że zdematerializowane papiery wartościowe są ko-

⁹³ K. Zaradkiewicz, *op. cit.*, s. 581.

⁹⁴ M. Lemmonier, *Europejskie modele...*, s. 14.

⁹⁵ K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, s. 10.

⁹⁶ A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe...*, s. 200.

⁹⁷ K. Zacharzewski, *Umowa o pośrednictwo...*, s. 236, *vide* A. Chłopecki, *op. cit.*, s. 212-213.

⁹⁸ R. Jastrzębski, *op. cit.*, s. 33-34.

lejnym etapem, poziomem złączenia prawa podmiotowego z nośnikiem, który nie jest jednak dokumentem papierowym (tradycyjnym). W moim odczuciu pojęcie papieru wartościowego zarezerwowane jest dla papierów dokumentowych w tradycyjnym rozumieniu.

Mając powyższe na uwadze dojść należy do następujących wniosków. Konstrukcje prawne, które ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nazywa papierami wartościowymi, nie są papierami wartościowymi w rozumieniu prawa cywilnego. Przyjęcie wniosku przeciwnego jest konsekwencją błędnej oceny z punktu widzenia związku przyczynowo skutkowego określonego zjawiska w rozwoju zorganizowanego rynku kapitałowego. Jak była już mowa wyżej, obrót zdematerializowany poprzedzał dematerializację przedmiotu obrotu. Był sposobem przenoszenia praw z papierów wartościowych, umów oraz prawa własności towarów giełdowych. Dematerializacja przedmiotu obrotu odnosi się do papierów wartościowych, które były i są przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Sposób przenoszenia praw z tych papierów wartościowych został zapożyczony dla przenoszenia pozostałych walorów. Obrót zmaterializowany został zastąpiony przez obrót zdematerializowany. Nie oznacza to jednak, że materialnie istniejący wcześniej przedmiot obrotu, jakim były papiery wartościowe, jest tym samym, czym są tak zwane papiery zdematerializowane. Zwrócić należy uwagę, że podstawą cechą papierów wartościowych, tym, co determinuje zaliczenie danej figury do tej grupy nie jest bowiem treść uprawnienia, a sposób przenoszenia uprawnień i legitymacji uprawnionego. Oznacza to, że konstrukcje zdematerializowane, mimo że zachowały co do zasady treść uprawnień swoich materialnych poprzedników, nie są papierami wartościowymi w rozumieniu prawa cywilnego, bowiem nie posiadają właśnie związku z dokumentem, który jest podstawą determinantą papierów wartościowych w prawie cywilnym⁹⁹.

Należy jednoznacznie stwierdzić, że zaprezentowane stanowisko nie ma prowadzić w żaden sposób do zmniejszenia rangi zdematerializowanych papierów wartościowych. Prawa z nich wynikające mają taką samą użyteczność, jaką miałyby gdyby wynikały z dokumentu. Skoro jednak o uznaniu dokumentu za papier wartościowy nie decyduje jego treść, a sposób przenoszenia i legitymacji uprawnionego, uznać należy, że konstrukcje o treści identycznej, ale cechujące się innym sposobem przenoszenia i legitymacji, nie są papierami wartościowymi.

W świetle powyższych uwag należy postawić pytanie, czy posługiwanie się pojęciem zdematerializowanych papierów wartościowych oraz szerzej – pojęciem papierów wartościowych w odniesieniu do instrumentów finansowych tak nazywanych przez ustawę – jest błędem? Na pytanie tak zadane udzielić jednak należy odpowiedzi przeczącej. Uzasadnienie takiego stanowiska jest bardzo proste.

⁹⁹ M. in. A. Janiak, *Kodeks Cywilny. Komentarz*, t. I, (red.) A. Kidyba, Warszawa 2009, s. 534.

Po pierwsze, posługiwanie się pojęciem papieru wartościowego w odniesieniu do przedmiotu obrotu giełdowego jest bardzo wygodne i zgodne z powszechnie przyjętą tradycją językową. Po drugie, jeśli przyjąć, a nie sposób uznać inaczej, że definicja zawarta w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi ma charakter wewnętrzny, a więc jedynie na użytek tej ustawy i aktów bezpośrednio się do niej odwołujących, oraz słowniczkowy, to nic nie stoi na przeszkodzie, aby na gruncie tej ustawy dane konstrukcje prawne nazywać papierami wartościowymi. Wszelkie jednak próby ekspansji tej definicji na przestrzeń prawa prywatnego, a w szczególności na grunt przepisów kodeksu cywilnego odnoszących się do papierów wartościowych uznać należy nie tylko za błędne, ale i niepotrzebne.

Wydaje mi się, że dość często wysuwane argumenty przeciwne są próbą obrony tezy, która nie jest tego warta. Ceną jest znaczna ingerencja w uporządkowany, choć niejednorodny system papierów wartościowych, której skutków na dłuższą metę nie sposób przewidzieć. Korzyść z tego płynąca ogranicza się natomiast do pustego stwierdzenia, że przedmiot obrotu zdematerializowanego jest papierem wartościowym mimo, że utracił podstawową cechę papierów wartościowych. Stawiając kropkę nad „i” stwierdzić należy, że ustawodawca posłużył się dwoma odmiennymi znaczeniami pojęcia papier wartościowy odmiennie rozumiejąc je na gruncie k.c. i u.o.i.f.

2.2.4. Przynależność do papierów wartościowych jako kryterium podziału instrumentów finansowych

Mając na uwadze powyższe wniosku, uznać należy, że kryterium podziału instrumentów finansowych zastosowane przez ustawę o obrocie, a odnoszące się do ich zaliczenia w poczet papierów wartościowych jest ostre i precyzyjne. Spełnia przy tym założenia podziału logicznego. Na gruncie przepisów ustawy możemy jasno określić, czy dany instrument finansowy jest, czy nie jest papierem wartościowym. Fakt natomiast, że pojęcie papieru wartościowego na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie odpowiada cywilistycznej treści tego pojęcia, nie stoi temu na przeszkodzie.

Konsekwencje uznania danego instrumentu za papier wartościowy są daleko idące nie tylko z teoretycznego, ale i z praktycznego punktu widzenia. Na rynku kapitałowym zarówno powstanie, jak i obrót instrumentami, które są lub nie są papierami wartościowymi wygląda odmiennie. Przypomnieć jedynie należy rozważania z rozdziału III odnoszące się do powstania w drodze emisji w serii oraz standaryzacji instrumentów finansowych będących papierami wartościowymi oraz do zawężenia zasadniczo pola ich obrotu do rynku zorganizowanego. Z kolei

instrumenty finansowe, które w myśl ustawy papierami wartościowymi nie są, powstają w drodze indywidualnie zawieranej i negocjowanej umowy i oderwane są co do zasady od obrotu na platformach zorganizowanych.

Wobec powyższego, stwierdzić należy, że podstawowy podział opcji będących instrumentami rynku kapitałowego tworzony jest przez kryterium przynależności do rynku zorganizowanego. Jednakże wobec znacznej deregulacji rynku zorganizowanego poprzez stworzenie ASO podział ten powoli przestaje mieć dawne znaczenie. Na jednym biegunie stoją bowiem dalej opcje będące w rozumieniu u.o.i.f. prawami pochodnymi, a więc wchodzącymi do grupy papierów wartościowych. Sposób ich powstania, obrotu i realizacji jest bardzo sformalizowany. Powstają one w seriach będących przedmiotem emisji. Do ich przeniesienia potrzebny jest element realny w postaci zapisu na rachunku. W tym aspekcie rzeczywiście przypominają inne zdematerializowane papiery wartościowe. Coraz częściej spotkać można głosy, że nie są już one, jak i pozostałe standaryzowane instrumenty terminowe, umowami, lecz *jednostkami transakcyjnymi, których formalizm i treść [...] zostały znormalizowane w momencie ich zawierania przez przedsiębiorstwo rynkowe*¹⁰⁰. Analiza cywilnoprawna tych opcji zostanie dokonana później.

Na drugim biegunie rynku kapitałowego mamy opcje będące klasycznymi umowami w rozumieniu prawa cywilnego. Są one zawierane w wyniku indywidualnych negocjacji albo przez przyjęcie oferty. Tryb przetargowy nie występuje tutaj chyba wcale, choć nie ma teoretycznych ku temu przeciwskażeń. Zawarcie umowy następuje w chwili złożenia oświadczeń woli przez strony, najczęściej w formie pisemnej, chociaż przy zawarciu odpowiedniej umowy ramowej¹⁰¹ albo generalnej¹⁰² dopuszcza się również zawieranie poszczególnych umów opcji na podstawie oświadczenia woli złożonego w formie elektronicznej lub nawet ustnie za pomocą połączenia telefonicznego¹⁰³. Są to umowy zawierane najczęściej w celu zabezpieczenia danego podmiotu przed niekorzystną dla niego zmianą kursu waluty lub stopy procentowej. Ich konstrukcja jest dużo bardziej elastyczna, niż w przypadku opcji wystandaryzowanych, a duża konkurencja między firmami inwestycyjnymi umożliwia stosunkowe ograniczenie kosztów ich zawierania¹⁰⁴. W tym miejscu zaznaczyć jedynie trzeba, że nie są one papierami wartościowymi ani na gruncie k.c., ani w rozumieniu u.o.i.f.

¹⁰⁰ K. Medjaoui, *Les Marches a terme derives et organise d'instruments financiers*, th. Paris I, LGDJ. 1996, nr 819, s. 265 oraz 875, s. 283 za M. Lemonnier, *Europejskie modele...*, s. 185.

¹⁰¹ L. Domański, *Umowa ramowa na tle prawa niektórych państw EWG i Polski*, Warszawa 1989.

¹⁰² K. Zacharzewski, *Umowa...*, s. 154.

¹⁰³ Szczegółowa analiza sposobu zawarcia umowy opcji zostanie dokonana w rozdziale V.

¹⁰⁴ J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje*, Warszawa 1999, s. 216-217.

Przedstawione wyżej kryterium występowania na rynku zorganizowanym pociągało skutek w postaci przynależności do jednej bądź drugiej grupy. Zwrócić należy uwagę, że dużo wcześniej umowy opcji zawierane były w formie bilateralnej, natomiast do obrotu giełdowego, jako instrument wystandaryzowany, weszły dopiero w latach 70 XX wieku. Obecnie podział ten traci jednak powoli na ostrości w wyniku dwóch równoległych tendencji. Jedną z nich jest wprowadzenie Alternatywnego Systemu Obrotu, na którym dopuszcza się również zawieranie umów w trybie indywidualnych rokowań, kiedy to druga strona umowy jest kontraktującemu znana. Drugą z tych tendencji jest następująca standaryzacja obrotu instrumentami pochodnymi również poza rynkiem zorganizowanym¹⁰⁵. W tej ostatniej sytuacji, umowy te, mimo że indywidualnie negocjowane i zawierane bez pośrednictwa podmiotów organizujących rynek, są do siebie niezwykle zbliżone, a faktycznemu uzgodnieniu podlegają tylko takie ich elementy, jak określenie instrumentu bazowego, rodzaju opcji i terminu jej zapadalności. Najczęściej odbywa się to poprzez zawarcie umowy ramowej, na podstawie której zawierane są już konkretne umowy opcji.

2.3. Inne podziały opcji

Opcje podlegają szeregowi podziałów ze względu na różne kryteria. Poniżej przedstawię najważniejsze z nich.

Pierwszy to nie budzący żadnych wątpliwości podział przeprowadzony ze względu na termin wykonania. Rozróżnia się opcje amerykańskie, definiowane jako takie, których wykonanie może nastąpić przez cały czas od powstania prawa do jego wygaśnięcia – oraz opcje europejskie, które mogą zostać zrealizowane tylko w tak zwanym dniu wykonania. Rozróżnienie opcji na europejskie i amerykański opiera się na nazwach symbolicznych, które nie mają obecnie żadnego związku z miejscem zawarcia czy wykonania umowy opcji. Nie należy więc błędnie domniemywać, jakoby opcje europejskie były zawierane w krajach europejskich, a amerykańskie po drugiej stronie oceanu atlantyckiego. Nazwy te są obecnie całkowicie oderwane od rynku, na którym występują¹⁰⁶.

Drugi, mający fundamentalne znaczenie, podział, oparty na kryterium treści uprawnienia, pozwala wyróżnić opcje kupna i opcje sprzedaży. *Opcja kupna [call option] daje posiadaczowi prawo do kupna aktywów przed określoną datą po określonej cenie. Opcja sprzedaży [put option] zaś uprawnia właściciela do sprzeda-*

¹⁰⁵ Vide rozdział III.

¹⁰⁶ J. Hull, *op. cit.*, s. 194.

ży aktywów przed określonym terminem po określonej cenie¹⁰⁷. Warto zauważyć, że tak przedstawione opcje kupna i sprzedaży są jednocześnie opcjami amerykańskimi, ze względu na trwanie uprawnienia przez cały czas ważności opcji.

Trzeci podział sprawia najwięcej problemów. Według niego opcje dzielą się na dwa rodzaje – opcje rzeczywiste i nierzeczywiste (zwane również finansowymi, abstrakcyjnymi lub rozliczeniowymi). Kryterium stanowi tutaj sposób wykonania umowy opcji, który w pierwszym przypadku przybierze najczęściej postać umowy sprzedaży, a w drugim polegał będzie na jednostronnym świadczeniu pieniężnym opcjodawcy w wysokości równej różnicy w wartości instrumentu bazowego w dniu wykonania, a wartością oznaczoną w umowie opcji. Bliższa analiza tego zagadnienia zostanie przeprowadzona w rozdziale VI.

Bardzo ciekawy z teoretycznego punktu widzenia jest kolejny podział opcji zaproponowany przez M. J. Goleckiego¹⁰⁸. Autor ten wyróżnił opcje różnych stopni, do których przynależność determinowana jest charakterem instrumentu bazowego. Opcjami pierwszego stopnia są *umowy opcyjne, które uprawniają do nabywania lub zbywania rzeczy określonych co do gatunku lub co do tożsamości*, zawierane najczęściej na giełdach towarowych i na rynku walutowym. Drugi stopień stanowią opcje finansowe, które *uprawniają do nabycia specyficznych praw niemających charakteru prawa własności*, bowiem ich źródło stanowią *określone papiery wartościowe*, jak obligacje, akcje czy kwity depozytowe. W tej grupie autor umieszcza również opcje nierzeczywiste. Trzeci wreszcie stopień w tej skali odnosi się do opcji uprawniających *w sposób analogiczny do opcji drugiego stopnia do nabycia lub zbycia prawa z tytułu innego instrumentu pochodnego*.

Nie wolno w końcu pominąć istotnego, piątego już podziału opcji, jaki zarysował się w polskim piśmiennictwie. Dotyczy on bowiem treści uprawnienia opcyjnego. Większość autorów stoi na stanowisku, że prawo opcji kreuje roszczenie materialnoprawne do żądania zawarcia umowy głównej¹⁰⁹. Koncepcji tej M. Gutowski przeciwstawił stary, bo wyrażony jeszcze w latach 30 XX wieku pogląd J. Gwiazdomorskiego, że umowa opcji kreuje prawo podmiotowe kształtujące do powołania za pomocą oświadczenia woli uprawnionego takiego stosunku prawnego, jaki powstaje normalnie między stronami w wyniku zawarcia umowy¹¹⁰. Podkreślić należy, że chociaż ten ostatni pogląd stwarza, moim zdaniem, dużo lepszą pozycję wyjściową do realizacji prawa opcji, to wobec przyjętej praktyki może on znaleźć zastosowanie jedynie w umowie opcji zawartej poza

¹⁰⁷ *Ibidem.*, s. 4.

¹⁰⁸ M. J. Golecki, *Charakter...*, s. 535-536.

¹⁰⁹ *Vide* uwagi do rozdziału VI.

¹¹⁰ M. Gutowski, *Umowa opcji*, Kraków 2003.

rynkiem zorganizowanym i tylko w sytuacji, gdy będzie to przez strony wyraźnie wskazane. Niemniej jednak ze względu na walory tego poglądu, zostanie on przeanalizowany jako wariant alternatywny dla dominującego w rozdziale VII.

W literaturze ekonomicznej wyróżnia się kilkadziesiąt rodzajów opcji, wyróżnianych bądź na podstawie ich właściwości finansowych, bądź poprzez specyfikę ich instrumentów bazowych albo też w końcu przez to, że zawierane są równolegle, jako osobne umowy, jednakże ich funkcja musi być rozpatrywana sumarycznie. Z uwagi na temat i ramy niniejszej pracy należy w tym zakresie jedynie odesłać do literatury ekonomicznej¹¹¹.

2.4. Opcje „egzotyczne”

2.4.1. Uwagi ogólne

Opcje „egzotyczne”¹¹², nazywane także niestandardowymi, wymykają się wyżej przedstawionym podziałom. Zasadniczo mogą należeć do każdej z wyżej wymienionych grup. Charakteryzują się bowiem nie tyle odmiennościami konstrukcyjnymi, co raczej specyficznym określeniem praw i obowiązków stron umowy opcji, odmiennym od typowego układu, w którym jedna ze stron może w przyszłości zdecydować o zawarciu między nimi określonej umowy. Taka prosta konstrukcja nie jest bowiem w stanie *spełnić oczekiwań wszystkich podmiotów mających zamiar ograniczyć ryzyko finansowe bądź to ze względu na wysoki koszt ich zastosowania, bądź brak możliwości elastycznego dostosowania się do konkretnych potrzeb*¹¹³. Ich zastosowanie zaś często jest znacznie tańsze i mniej skomplikowane od instrumentów standardowych¹¹⁴. W polskiej praktyce występują one stosunkowo od niedawna i jeszcze w latach dziewięćdziesiątych poświęcano im stosunkowo mało uwagi¹¹⁵. Są one odpowiedzią na wzrost ryzyka finansowego związanego głównie ze z powiększającymi się fluktuacjami kursów walut oraz wzrostem znaczenia międzynarodowych kontaktów handlowych¹¹⁶. Należy również odnotować pogląd, że stanowią one raczej narzędzie spekulacji,

¹¹¹ M. in. J. Hull, *op. cit.*, s. 4.

¹¹² Termin użyty po raz pierwszy przez M. Rubinsteina, *Exotic options*, Berkeley 1991.

¹¹³ I. Pruchnicka – Grabias, *Egzotyczne opcje finansowe. Systematyka, strategia, wycena*, Warszawa 2009, s. 7.

¹¹⁴ *Ibidem*.

¹¹⁵ M. Biegański, *Od Talesa z Miletu do... opcji egzotycznych [w:] Instrumenty pochodne*, (red.) M. Biegański, Poznań 1996, s. 73-78.

¹¹⁶ A. Napiórkowski, *Charakterystyka, wycena i zastosowanie wybranych opcji egzotycznych*, Warszawa 2001, s. 6-11.

niż instrument zabezpieczający¹¹⁷. Poniżej przedstawione zostaną pokrótce jedynie wybrane, najpopularniejsze rodzaje opcji „egzotycznych”. Warto zwrócić uwagę, że nie ma chyba definicji opcji „egzotycznych” obejmującej wszystkie ich postaci. W literaturze przedmiotu podkreśla się raczej ich odmienności od opcji europejskich lub amerykańskich¹¹⁸. Obrót opcjami „egzotycznymi” ze względu na ich elastyczność odbywa się głównie na rynku pozagiełdowym, głównie międzybankowym¹¹⁹.

2.4.2. Opcje uwarunkowane

Opcje uwarunkowane (*path-dependent options*) stanowią najpopularniejszą grupę opcji „egzotycznych”. Zawierane są głównie poza rynkiem zorganizowanym. Charakteryzują się tym, że ich wykonanie nie jest uzależnione jedynie od wartości instrumentu bazowego w dniu wykonalności opcji, tak jak w opcji typu europejskiego, ale pozostaje ono pod wpływem kursu instrumentu bazowego w trakcie trwania opcji¹²⁰. Nie należy ich jednak utożsamiać z klasycznymi opcjami amerykańskimi. Te bowiem mogą być wykonane w całym okresie „życia opcji”, a kurs instrumentu bazowego ma jedynie wpływ na podjęcie decyzji o ich wykonaniu. W przypadku opcji uwarunkowanych jest jednak inaczej. Opcje uwarunkowane nie stanowią jednak grupy jednolitej. Zalicza się do nich między innymi opcje barierowe, wsteczne, drabinkowe i zapadkowe. Do najpopularniejszych opcji uwarunkowanych należą jednak dwa pierwsze rodzaje opcji, dlatego też to one zostaną niżej przedstawione.

2.4.2.1. Opcje barierowe

Opcje barierowe są jednymi z najstarszych opcji egzotycznych, a funkcjonują na rynkach od lat sześćdziesiątych dwudziestego wieku¹²¹. Są one zaliczane do opcji warunkowych, których wykonanie uzależnione jest od tego, czy ich instrument bazowy osiągnie określony z góry pułap, nazywany barierą.

¹¹⁷ M. Makulec, P. Niedziółka, *Opcje barierowe – typologia, zastosowanie oraz perspektywy rozwoju na polskim rynku instrumentów pochodnych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy nr 82, SGH 2007, s. 90.

¹¹⁸ M. Kuźmierkiewicz, *Ewolucja rynku opcji ku pozagiełdowym opcjom egzotycznym i ich klasyfikacja*, Bank i Kredyt 3/1999, s. 18, 19.

¹¹⁹ I. Pruchnicka – Grabias, *Zastosowanie wybranych opcji egzotycznych i zasady ich wyceny*, Bank i Kredyt 2004/6, s. 46.

¹²⁰ I. Pruchnicka – Grabias, *Egzotyczne opcje...*, s. 49.

¹²¹ M. Kuźmierkiewicz, *Ewolucja rynku opcji ku pozagiełdowym opcjom egzotycznym i ich klasyfikacja*, Bank i kredyt, 3/1999, s. 15.

Po osiągnięciu tego poziomu przez instrument bazowy opcja, w zależności od jej rodzaju może podlegać wykonaniu, albo też wygasnąć¹²². Jak wskazują M. Makulec i P. Niedziółka, wystarczy, aby jednokrotnie osiągnęła poziom bariery, dalsze zmiany ceny nie są istotne dla trwania opcji¹²³. Konstrukcja ta nazywana jest również mechanizmem aktywacyjnym lub dezaktywacyjnym¹²⁴. W przypadku opcji uwarunkowanych ceną ekstremalną (ang. *extremum-dependent options*) istotne są zanotowane minima lub maksima kursu aktywu bazowego¹²⁵.

Zaletą tego rozwiązania jest z jednej strony zmniejszenie potencjalnego ryzyka po stronie opcjodawcy, z drugiej zaś związane z nim obniżenie wysokości premii opcyjnej¹²⁶. Bariera jest więc elementem podmiotowo istotnym umowy opcji, który ma na celu ograniczenie ryzyka opcjodawcy dając mu gwarancję, że na skutek podążania kursu instrumentu bazowego w niekorzystnym dla niego kierunku, tendencja ta ulegnie zatrzymaniu we wzajemnych rozliczeniach stron poprzez wykonanie opcji w chwili osiągnięcia tej bariery, albo też przez jej wygaśnięcie.

Jak wskazuje A. Napiórkowski, umowy opcji barierowych mogą zawierać tak zwaną klauzulę rabatową. Zawiera ona prawo opcjodawcy do uzyskania „rabatu” w postaci obniżenia wysokości premii opcyjnej w sytuacji, gdy opcja z barierą wejścia nie rozpoczęła swego istnienia jako opcja standardowa lub też gdy opcja z barierą wyjścia wygasła na skutek osiągnięcia bariery. Autor podkreśla, że jest to jednak konstrukcja rzadka, która nie występuje raczej na rynku opcji walutowych¹²⁷.

Na polskim rynku kapitałowym opcje barierowe wykorzystywane są głównie w celu zarządzania ryzykiem walutowym przed przedsiębiorców zajmujących się handlem zagranicznym i rozliczających się przez to w obcych walutach, najczęściej w euro¹²⁸. Z powodzeniem mogą jednak również służyć osiąganiu zysków poprzez prowadzenie spekulacji walutowej¹²⁹.

¹²² I. Pruchnicka – Grabias, *Egzotyczne opcje...*, s. 51-52.

¹²³ M. Makulec, P. Niedziółka, *op. cit.*, s. 91.

¹²⁴ F. Taylor, *Rynki i opcje walutowe. rozwój, struktura, transakcje*, Kraków 2000, s. 236.

¹²⁵ A. Napiórkowski, *op. cit.*, s. 44.

¹²⁶ I. Pruchnicka – Grabias, *op. cit.*, s. 51-52.

¹²⁷ A. Napiórkowski, *op. cit.*, s. 47.

¹²⁸ *Vide* I. Pruchnicka – Grabias, *Zmniejszenie ekspozycji eksportera na ryzyko walutowe za pomocą kontraktów opcyjnych*, [w:] *Strategie rozwoju wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, Zeszyty naukowe nr 378, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw nr 43, E. Urbańczyk (red.), Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2004, s. 931-944, t. II; I. Pruchnicka – Grabias, *Zabezpieczanie ryzyka kursowego przez importerów za pomocą kontraktów terminowych i opcyjnych*, [w:] W. Pluta (red.) *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, t. II, Wrocław 2004, s. 132-142.

¹²⁹ M. Pruski, *Opcje egzotyczne na polskim rynku walutowym*, Rynek terminowy, nr 23 (1/04), s. 28.

W praktyce pojawił się jednak problem, czy określenie bariery na danym poziomie nie prowadzi do naruszenia zasady ekwiwalentności świadczeń w umowach wzajemnych. Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich doszedł do wniosku, że z art. 353¹ k.c. wynika *przyzwolenie na faktyczną nierówność stron umowy, a nieekwiwalentność sytuacji prawnej stron umowy nie wymaga więc co do zasady istnienia okoliczności, które by ją usprawiedliwiały*¹³⁰. Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 19 września 2013 roku¹³¹ stwierdził, że może to za sobą pociągać nieważność umowy opcji na skutek zachwiania równowagi stron, gdy strony wystawiają sobie wzajemnie opcje *put* i *call*, ale tylko opcje zobowiązujące firmę inwestycyjną, a już nie jej klienta, zabezpieczone są stosowną barierą. Sąd Najwyższy słusznie dostrzegł niebezpieczeństwo zachwiania równowagi kontraktowej stron w sytuacji, kiedy bariera ograniczona w rzeczywistości potencjalne straty tylko jednej z nich, pozostawiając jej nieograniczone teoretycznie niczym zyski, a stronę drugą stawia w sytuacji odwrotnej przez ograniczenie jej potencjalnych zysków przy pozostawieniu nieograniczonych niczym strat. Sąd Najwyższy trafnie jednak zauważył, że wprowadzenie bariery może być przyczyną nieważności umowy opcji, ale nie wolno tej sankcji wyprowadzać automatycznie i każdy przypadek należy poddać odrębnej analizie. Na stanowisku takim stanął również Sąd Apelacyjny w Warszawie. W ocenie tego sądu *tak rażąco nierówny i nieekwiwalentny rozkład ponoszonego przez strony ryzyka w ramach zawartej struktury opcyjnej, której założeniem, jako struktury ukształtowanej jako zerokosztowa było równoważenie ryzyka obu stron (brak premii dla każdego z wystawców opcji z uwagi na wzajemne ryzyko „świadczone” przez drugą stronę umowy będącą również wystawcą opcji) ocenić należy jako rażące naruszenie zasad słuszności kontraktowej*¹³², co w rozpoznawanej sprawie doprowadziło do stwierdzenia nieważności umowy.

Warto zwrócić uwagę, że odpowiedź na wyżej postawione pytanie uzależniona winna być jednak od celu, jaki przyświecał klientowi firmy inwestycyjnej przy zawarciu umowy opcji. Jeżeli więc był to cel o charakterze zabezpieczającym, to złożenie klientowi oferty zawarcia szeregu umów opcji w postaci strategii opcji „zerokosztowych” a więc pozbawionych premii w sytuacji, gdy klient wystawia na rzecz firmy inwestycyjnej opcje przeciwstawne do opcji, jakie mają go zabezpieczać, to ustawienie przez tę firmę inwestycyjną bariery tylko dla swoich pozycji

¹³⁰ Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 25 kwietnia 2013 roku w sprawie SP-M.B/27/09. Zaznaczyć jedynie należy, że zacytowany fragment uzasadnienia Sądu Polubownego odnosił się również do ilości opcji *put* i *call*.

¹³¹ Wyrok SN z dnia 19 września 2013 roku, sygn. I CSK 651/12.

¹³² Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 22 maja 2012 roku w sprawie I ACa 1020/11, LEX nr 1292160.

inwestycyjnych wydaje się daleko idącym nadużyciem zaufania klienta i naruszeniem zasady równości kontraktowej stron¹³³. Umowa taka sprzeczna jest w tych okolicznościach z naturą opcyjnego stosunku prawnego, co czyni ją nieważną.

2.4.2.2. Opcje „wsteczne”

Opcje wsteczne (*lookback options*) nazywane są w literaturze fachowej również enigmatycznie mianem opcji „uzależnionych od trajektorii” (*path – depended options*). Dają one nabywcy prawo zakupu lub sprzedaży danej ilości instrumentu bazowego po najkorzystniejszej dla niego cenie spośród wszystkich cen, jakie kształtowały się w okresie obowiązywania opcji¹³⁴. Nazwa pochodzi stąd, że cena wykonania nie jest ceną z dnia wykonania, a najkorzystniejszą dla uprawnionego ceną z okresu, w jakim obowiązywała umowa opcji, jest więc ustalana wstecznie. O tym, czy nabywca opcji wstecznej ma prawo do wcześniejszego wykonania opcji decyduje to, czy jest ona wsteczną opcją europejską, czy amerykańską¹³⁵. Dochód z opcji wstecznych zależy więc nie tylko od kursu aktywów bazowych w momencie wygasania opcji, ale także od ścieżki cen instrumentu pierwotnego w całym okresie życia opcje¹³⁶.

W poszczególnych wariantach opcji wstecznych dopuszcza się wybór ustalenie najkorzystniejszej ceny instrumentu bazowego nie tylko z całego okresu, ale również z konkretnych dat. W praktyce premia, jaką musi zapłacić uprawniony z opcji jest zdecydowanie wyższa, niż w przypadku opcji tradycyjnych, co wynika naturalnie ze znacznie większego ryzyka ponoszonego przez wystawcę opcji¹³⁷.

2.4.3. Opcje „korelacyjne”

Opcje „korelacyjne” (*correlation options*), zwane są również opcjami wieloczynnikowymi (*multiassets options*). Cechują się one zależnością od co najmniej dwóch instrumentów bazowych. Mogą to być instrumenty bazowe należące do jednej kategorii (np. dwie różne waluty) albo też do różnych kategorii (np. waluta i poziom stóp procentowych). W tym ostatnim przypadku nazywane są opcjami krzyżującymi aktywa (*cross-asset options*)¹³⁸. Cechą opcji korelacyjnych jest

¹³³ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 6 czerwca 2012 roku w sprawie I ACa 1161/11, LEX nr 1238164

¹³⁴ I. Pruchnicka – Grabias, *Egzotyczne opcje...*, s. 76.

¹³⁵ A. Napiórkowski, *op. cit.* s. 84.

¹³⁶ *Ibidem*, s. 82.

¹³⁷ I. Pruchnicka – Grabias, *op. cit.*, s. 78-79.

¹³⁸ *Ibidem*, s. 115.

to, że odnoszą się do dwóch instrumentów bazowych, z których jeden jest w posiadaniu uprawnionego, a do nabycia drugiego opcjobjiorca będzie uprawniony w drodze zamiany.

Do najpopularniejszych opcji korelacyjnych należą opcje wymienne. Opcje wymienne dają prawo do wymiany jednego aktywu na inny w określonym czasie. Zasadniczo nie ma więc różnicy między opcjami wymiennymi uprawniającymi do sprzedaży (*put options*) oraz opcjami wymiennymi uprawniającymi do zakupu (*call options*). Opcja wymienna przypomina opcję standardową o cenie wykonania równej wartości ustalonego wcześniej instrumentu bazowego w określonym czasie. Znajdują one zastosowanie głównie w celu ograniczenia ryzyka związanego z handlem zagranicznym, kiedy to ryzyko eksportera lub importera uzależnione jest nie tylko od kursu waluty, w jakiej odbywa się rozliczenie, ale i od ceny dóbr, które importuje lub eksportuje lub poziomów cen lub indeksów determinujących tę cenę¹³⁹.

3. Podsumowanie

W rozdziale tym starałem się przedstawić istotę umowy opcji, jej cel gospodarczy bez wnikania jeszcze w jej wewnętrzną strukturę prawną. Cechą opcji jest możliwość wyboru po stronie uprawnionego, co wskazane zostało jako element podstawowy dla przedmiotowych opracowań we wszystkich porządkach prawnych.

Próbowałem wykazać, że umowa opcji nie jest wytworem ostatnich lat, który mógłby się kojarzyć z nowym narzędziem spekulacji na nowoczesnych rynkach kapitałowych, ale ma ugruntowaną od wieków pozycję wśród konstrukcji wykorzystywanych w obrocie gospodarczym, nie tylko tym związanym z rynkiem kapitałowym.

Obecnie, opcja jest jednym z instrumentów finansowych w rozumieniu u.o.i.f., Jest oczywiście instrumentem pochodnym, to znaczy takim, którego obecna wartość uzależniona jest od wartości lub poziomu instrumentu bazowego, do którego zbycia lub nabycia uprawnia, albo od poziomu którego uzależnia wysokość przyszłego świadczenia pieniężnego.

Opcje nie są kategorią jednorodną. Podstawowym kryterium podziału jest przynależność do grupy papierów wartościowych w rozumieniu u.o.i.f. Zaliczenie opcji do papierów wartościowych oznacza, że jest ona prawem majątkowym emitowanym w wystandaryzowanych seriach, które jest przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym. Po drugiej stronie tego podziału znajdują się opcje, które nie są papierami wartościowymi, a zwykłymi umowami zawieranymi między obecnymi stronami.

¹³⁹ *Ibidem*.

Istotne z punktu widzenia treści prawa opcyjnego jest również zakwalifikowanie danej opcji do opcji amerykańskich (które mogą być wykonane w całym okresie trwania opcji) lub opcji europejskich (wykonywanych jedynie w ostatnim dniu terminu).

O tym, jak skomplikowane w praktyce bywa wykorzystanie mechanizmu opcji świadczą przedstawione wyżej przykłady opcji „egzotycznych”, które świadczą jedynie o elastyczności omawianej konstrukcji z punktu widzenia potrzeby dostosowania się do nowych potrzeb rynkowych.

ROZDZIAŁ V

ZAWARCIE UMOWY OPCJI

1. Uwagi ogólne

W poprzednich rozdziałach przyjęto, że opcja jest umową, na podstawie której jedna ze stron nabywa uprawnienie do decydowania o zawarciu umowy głównej. Druga strona udziela tego uprawnienia w zamian za wynagrodzenie, jakim jest świadczenie pieniężne w postaci premii opcyjnej. Przedmiotem rozważań zawartych w tym rozdziale jest z kolei przedstawienie sposobu kontraktowania, a więc trybu zawarcia umowy opcji, której wyraźnie należy w tym miejscu przeciwstawić umowę główną. Przypomnijmy bowiem, że relacja umowy opcji z umową główną zbliżona jest funkcjonalnie do stosunku umowy przedwstępnej o skutku silniejszym dla jednej ze stron z umową przyrzeczoną. Nie można ich ze sobą utożsamiać. Przypomnieć jedynie należy, że przedmiotem pracy są opcje będące instrumentami finansowymi rynku kapitałowego, które nie posiadają statusu papierów wartościowych. Zawężam więc pole rozważań dotyczących zawarcia umowy opcji, usuwając z niego z jednej strony wszystkie te konstrukcje prawne, które co prawda mają w sobie elementy opcjonalne, ale nie są instrumentami finansowymi rynku kapitałowego. Z drugiej strony pominięte zostaną te opcje, które są instrumentami finansowymi rynku kapitałowego, ale zaliczane są jednocześnie do grupy papierów wartościowych.

W tak zawężonym polu badań mieszczą się jednak ciągle dwie grupy instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, których podział dokonuje się jedynie w oparciu o kryterium sfery ich występowania oraz roli firmy inwestycyjnej. Mamy więc z jednej strony instrumenty, w nabywaniu lub zbywaniu których firma inwestycyjna pośredniczy (art. 72 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f.), a z drugiej strony instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi, których nabycie lub zbycie oferowane jest przez firmę inwestycyjną swojemu klientowi (art. 73 ust. 2 u.o.i.f.). Rozróżnienie to jest niesłychanie istotne ze względu

na odmienną rolę firmy inwestycyjnej w każdej z tych sytuacji. W pierwszej z nich firma inwestycyjna pełni tylko rolę pośrednika, swojego zysku upatrując jedynie w prowizji. W drugiej zaś jest kontrahentem klienta, który z jednej strony oczywiście również pobiera prowizję, opłaty manipulacyjne itp., ale jest też stroną umowy, która zajmuje w danym instrumencie finansowym stanowisko opozycyjne do swojego klienta, co oznacza, że zysk klienta stanowi stratę firmy inwestycyjnej, a jej strata oznacza zysk klienta. Interesy stron są więc tu przeciwstawne. Analizie poddana zostanie jedynie druga sytuacja, w której przedmiotem umowy są instrumenty finansowe, w których tworzeniu, zbywaniu i nabywaniu firma inwestycyjna działa z klientem na własny rachunek, będąc jego ostatecznym kontrahentem¹. W niezbędnym zakresie jedynie z pomocniczego punktu widzenia przedstawione zostaną uwagi o pierwszej z wyżej wymienionych konfiguracji.

Zawężone ponownie w ten sposób przedmiotowo pole wiąże się z usytuowaniem opcji niebędących papierami wartościowymi głównie (choć nie wyłącznie, co wynika między innymi z zestawienia art. 72 ust. pkt 2 i 4 u.o.i.f.) w niezorganizowanej części rynku kapitałowego, który to obszar został scharakteryzowany w rozdziale II. Dla pełnej jasności oraz z celu uniknięcia konieczności odwoływania się do wyjątków liczniejszych od reguły, ostatecznie poddane zostaną refleksji jedynie umowy opcji niebędące papierami wartościowymi zawierane w części rynku kapitałowego, która nie mieści się na rynku zorganizowanym.

Umowy opcji, o których mowa wyżej nie są zawierane na popularnie rozumianej giełdzie, prawa z nich wynikające nie są tam również notowane. Ich instrumentami bazowymi są najczęściej waluty, stopy procentowe, a także inne instrumenty rynku kapitałowego². Nie powstają one w wyniku emisji, a w ich zawieraniu nie uczestniczą podmioty infrastrukturalne rynku kapitałowego, jak również giełdy i izby rozliczeniowe. Jako że umowy te są jednak instrumentami finansowymi, ich zawieranie i realizacja pozostają w kognicji Komisji Nadzoru Finansowego. Dla przypomnienia jedynie wspomnieć należy, że ramy polskiego rynku kapitałowego zostały wyznaczone właśnie przez określenie sprawowanego przez KNF nadzoru nad rynkiem kapitałowym³.

Zawarcie umowy opcji poprzedzone jest zawarciem umowy ramowej, którą może być umowa o oferowanie instrumentów finansowych lub umowa o przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Najczęściej

¹ Dokonuję tego zawężenia jedynie ze względu na przyjęte ramy objętościowe pracy oraz z powodu konieczności zachowania proporcji długości wywodu. Poddana analizie sytuacja jest jednak znacznie ciekawsza nie tylko z teoretycznego, ale i praktycznego punktu widzenia, a to z powodu przeciwstawnych interesów ekonomicznych stron, z których jedna ma zdecydowaną przewagę i nad drugą.

² S. Antkiewicz, *Polski rynek instrumentów pochodnych*, Prawo Bankowe 2001/10, s. 59.

³ Uwagi w rozdziale I.

w praktyce obie te umowy zawarte będą równocześnie. Zaznaczyć należy, że w interesującym nas zakresie, a więc zawierania przez firmę inwestycyjną umów z klientem na jej własny rachunek zastosowanie znajdzie umowa o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Umowa o oferowanie instrumentów finansowych odnosi się bowiem jedynie do roli firmy inwestycyjnej, jako pośrednika. Niemniej ze względu na znaczenie tej umowy, jej podobną funkcję oraz wartościową literaturę, która została jej poświęcona warto pokrótce odnieść się i do niej.

Krótkie przedstawienie obu tych umów ramowych jest konieczne ze względu na ich relacje z zawieranymi w ich następstwie umowami opcji. Określają one bowiem nie tylko rodzaje instrumentów finansowych, jakie zostaną w przyszłości klientowi zaoferowane, tryb późniejszego kontraktowania, ale i ich treść. Oznacza to, że mają one bezpośrednie przełożenie na późniejszą sytuację prawną stron umowy opcji.

2. Umowa ramowa

2.1. Umowa o oferowanie instrumentów finansowych

Zawarcie umowy opcji poprzedzone może zostać zawarciem umowy o oferowanie instrumentów finansowych⁴. Umowa ta, a właściwie jej zawarcie, jest jedną z czynności maklerskich, o których mowa w art. 69 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zwrócić jednak należy uwagę, że w obecnie obowiązującym stanie prawnym prowadzenie działalności maklerskiej nie jest już zasadniczo związane z przymusem rynku regulowanego, ani z przymusem maklerskim⁵. Jak zwraca uwagę M. Dyl, przymus rynku regulowanego był aktualny na gruncie ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, kiedy zawieranie umów poza rynkiem regulowanym było zaliczane do wyjątków⁶. Obecnie sytuacja wygląda odwrotnie, bowiem ustawa o obrocie instrumentami finansowymi przewiduje tylko w określonych wypadkach przymus zawierania transakcji na rynku regulowanym wprowadzając *de facto* w tym zakresie zasadę swobody wyboru segmentu rynku kapitałowego⁷.

⁴ Vide T. Sójka [w:] red.: A. Koch, J. Napierała, *Umowy w obrocie gospodarczym, Umowa o oferowanie instrumentów finansowych*, Kraków 2011, wyd. II, s. 328 i n.

⁵ P. Zapadka [w:] red. M. Wierzbowski i in. (red.), *Prawo..., U.o.i.f.*, s. 1033.

⁶ A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 14.

⁷ M. Dyl, *SPP*, t. XIX, s. 762.

Umowa o oferowanie instrumentów finansowych, której zawarcie poprzedza zawarcie umowy opcji, dochodzi, co oczywiste, do skutku w wyniku złożenia dwóch zgodnych oświadczeń woli⁸. Najczęściej polega na przyjęciu oferty złożonej przez firmę inwestycyjną jej klientowi. Tryb przetargowy raczej nie ma tu zastosowania, chociaż teoretycznie nie ma ku temu przeciwwskazań, natomiast zawarcie umowy w sposób dorozumiany jest praktycznie niemożliwe⁹. Umowa taka jest zaliczana do tzw. czynności maklerskich *sensu stricto*¹⁰. Polega ona na zobowiązaniu firmy inwestycyjnej do pośredniczenia między z jednej strony emitentami papierów wartościowych, wystawiającymi instrumenty finansowe i wprowadzającymi instrumenty finansowe, a z drugiej strony inwestorami, będącymi jej klientami¹¹.

Warto zwrócić uwagę, że zgodnie z art. 72 ust. 1 pkt 2 i 4 u.o.i.f., umowa ta przewidziana jest dla dwu rodzajów czynności odnoszących się do instrumentów niebędących papierami wartościowymi. Pierwszą z nich jest proponowanie przez podmiot wystawiający te instrumenty (a więc właśnie firmę inwestycyjną) ich nabycia lub zbycia przez jej klienta. W takiej sytuacji nie mamy do czynienia z pośrednictwem, bowiem przedmiotem działania pośrednika jest doprowadzenie do zawarcia przez jego zleceniodawcę umowy z osobą trzecią¹². Drugą grupą są umowy proponowania nabycia lub zbycia tych instrumentów wprowadzanych do obrotu na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu. Z punktu widzenia przedmiotu niniejszej pracy uwaga poświęcona zostanie pierwszej grupie. Rozważone więc będą umowy opcji niebędące papierami wartościowymi, które zawierane w następstwie zawarcia umowy o oferowanie instrumentów finansowych bezpośrednio między firmą inwestycyjną, a jej klientem.

Zwrócić należy również uwagę, że umowa o oferowanie instrumentów finansowych rodzi zobowiązanie do działania firmy inwestycyjnej w interesie jej klienta, a jej interes ogranicza się do prawa do wynagrodzenia. Nie powinna ona poszukiwać dla siebie innych korzyści, w szczególności kosztem klienta¹³. Jak słusznie wskazał M. Romanowski, jednym z przejawów takiego rozkładu praw i obowiązków jest obowiązek wykładni treści zawartej umowy na korzyść klienta w razie jakiegokolwiek niejasności¹⁴. Firma inwestycyjna wykonując umowę o oferowanie

⁸ Więcej na ten temat m.in. M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo...*, s. 136 i n.

⁹ K. Zacharzewski, *Umowa...*, s. 67 in.

¹⁰ Art. 69 ust. 2 pkt 6 u.o.i.f.

¹¹ Więcej m.in. P. Zapadka, *op. cit.*, s. 1058.

¹² M. Romanowski, *op. cit.*, s. 4.

¹³ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 68.

¹⁴ M. Romanowski, *op. cit.*, s. 168.

instrumentów finansowych zobowiązana jest do rzetelnego i lojalnego postępowania względem swojego klienta¹⁵, co zresztą wynika z zasad ogólnych prawa zobowiązań¹⁶.

2.2. Umowa o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych

Jak stanowi art. 73 ust. 1 u.o.i.f., przez umowę o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych firma inwestycyjna zobowiązuje się do nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na rachunek zleceńodawcy. Umowa powinna być zawarta w formie pisemnej, a w przypadku umowy zawieranej z klientem detalicznym – w formie pisemnej pod rygorem nieważności. W zakresie nas interesującym z racji na przyjęte pole badań, umowa ta znajdzie zastosowanie w zakresie, o jakim mowa w art. 73 ust. 2 u.o.i.f., a więc odnoszącym się do sytuacji, w której firma inwestycyjna w wykonaniu zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych zawiera taką umowę na własny rachunek, a więc jest drugą stroną transakcji, a nie ogranicza się jedynie do pośredniczenia w niej.

Zwrócić należy uwagę na bardzo mylącą nazwę omawianej umowy¹⁷. Jej głównym przedmiotem jest bowiem nabywanie i zbywanie na rachunek klienta instrumentów finansowych przez firmę inwestycyjną. Nie ma to zasadniczo nic wspólnego z przekazywaniem zleceń ich nabycia lub zbycia. To pojawia się dopiero w ust. 3 art. 73, który stanowi, że umowa ta może polegać również (a więc wcale nie musi) na przekazywaniu tychże zleceń oraz przechowywaniu lub rejestrowaniu przez firmę inwestycyjną instrumentów finansowych, w tym do prowadzenia rachunków papierów wartościowych, prowadzenia rachunków zbiorczych lub do prowadzenia rachunków pieniężnych.

Bardzo ciekawego rozróżnienia z punktu widzenia zastosowania tejże umowy dokonuje art. 74 ust. 4, który stanowi, że w zakresie, w jakim umowa ta ma zastosowanie do czynności firmy inwestycyjnej na rynku zorganizowanym, stosuje się odpowiednio przepisy kodeksu cywilnego poświęcone umowie komisu (pkt 2), a odniesieniu do czynności poza rynkiem zorganizowanym¹⁸, zastosowanie znajdą przepisy k.c. o umowie zlecenia z wyłączeniem art. 737 (pkt 1). Oznacza to, że bez cienia wątpliwości uznać możemy dopuszczalność zawierania tej umowy również poza rynkiem zorganizowanym.

¹⁵ Szerzej K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 117-122.

¹⁶ M. in. art. 354 § 1 i art. 355 § 1 k.c.

¹⁷ Podobnie jak umowy o oferowanie instrumentów finansowych.

¹⁸ Niestety nie zostało to przez ustawodawcę wyrażone wprost, ale wynika z zestawienia pkt 1 i 2.

3. Strony umowy opcji

3.1. Firma inwestycyjna

Wszelkie uwagi dotyczące stron umowy opcji poczynione w tej części pracy odnoszą się do opcji niebędących papierami wartościowymi w rozumieniu u.o.i.f. w zakresie określonym we wstępie pracy oraz na początku niniejszego rozdziału¹⁹. Z rozważań nad naturą instrumentów finansowych i pojęciem rynku kapitałowego wynika wniosek, że umowa opcji²⁰ będąca instrumentem finansowym niezaliczanym do grupy papierów wartościowych jest umową jednostronnie podmiotowo kwalifikowaną²¹. By dana konstrukcja prawna uzyskała status instrumentu finansowego, jedną z jej stron musi być firma inwestycyjna, co było przedmiotem analizy poczynionej w rozdziale II²², a przypomniane zo-

¹⁹ Co nie oznacza, że w dużej mierze nie będą miały zastosowania do rynku zorganizowanego.

²⁰ Przypomnę jedynie uwagi poczynione w rozdziale III dotyczące przyjętej przez ustawodawcę terminologii. U.o.i.f. posługuje się jedynie pojęciem „opcje” w odniesieniu do instrumentów finansowych będących i niebędących papierami wartościowymi. Wyżej zasugerowałem rozróżnienie umownego stosunku prawnego leżącego u podstawy uprawnienia opcyjnego od tego uprawnienia. Jasne jest dla mnie, że papierem wartościowym nawet w rozumieniu u.o.i.f. nie jest sama umowa opcji, nawet jeśli kreuje uprawnienie uznane za taki papier wartościowy. Z tego względu posługuję się określeniami „opcja” i „umowa opcji” dla umownego stosunku prawnego, a „uprawnienie opcyjne” rezerwuję dla roszczenia, które z tego stosunku wynika. Kłopoty wynikające z terminologii ustawowej są szczególnie widoczne w bilateralnych umowach opcji, z których wynika uprawnienie opcyjne, które się jednak od nich nie odrywa i nie jest przedmiotem „samodzielnego” obrotu. Wówczas właśnie szczególnie wskazane jest odróżnienie umowy opcji, od uprawnienia opcyjnego. U.o.i.f. oba zjawiska określa mianem „opcja” i do tego odnosi dopiero walor papieru wartościowego. Przy powyższym rozróżnieniu może więc dojść do dziwnego z pozoru wniosku, że dopuszcza się w ogóle uznanie umowy za papier wartościowy.

²¹ Innego zdania jest P. Bryłowski, *Umowa opcji* [w:] red. A. Kidyba, *Pozakodeksowe umowy handlowe*, Warszawa 2013, s. 619, który dopuszcza zawarcie umowy opcji przez strony, z których żadna nie jest przedsiębiorcą. Autor ten nie odnosił jednak chyba swoich uwag tylko do opcji będących instrumentami finansowymi rynku kapitałowego, a również do innych opcji.

²² W rozdziale II zamieszczono również szczegółową analizę pojęcia firmy inwestycyjnej, w związku z czym powtarzanie wyciągniętych tam wniosków w tym miejscu byłoby niecelowe. W tym podrozdziale skupię się więc na problemie, czy rzeczywiście firma inwestycyjna musi być jedną ze stron umowy opcji, nie zaś na samym znaczeniu tego pojęcia. W tym miejscu przypomnę jedynie podstawowe tezy zawartych tam wywodów. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi wyróżnia firmę inwestycyjną i zagraniczną firmę inwestycyjną. Oba te podmioty nie mogą być utożsamiane z instytucją finansową, choć desygnaty tych pojęć częściowo się krzyżują. Przepisy poświęcone firmie inwestycyjnej mają odpowiednie zastosowanie również do zagranicznej firmy inwestycyjnej. Definicje zawarte w art. 3 pkt 32 i 33 u.o.i.f. zawierają przesłanki podmiotowe i przedmiotowe, których spełnienie pozwala nadać danemu podmiotowi w określonej sytuacji status firmy

stało wyżej. Status drugiej ze stron jest z tego punktu widzenia obojętny²³. Może nią być inna firma inwestycyjna lub podmiot prawa, który do tej grupy nie jest zaliczany.

Powstaje jednak pytanie, czy umowa opcji może być zawarta przez takie strony, z których ani jedna nie będzie firmą inwestycyjną. Najprostszy pozornie, lecz zupełnie błędny, tok rozumowania prowadziłby do wniosku, że skoro przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nakazują, by co najmniej jedną ze stron umowy opcji była firma inwestycyjna, naruszenie tego obowiązku skutkować będzie nieważnością zawartej umowy (art. 58 k.c.). Idąc dalej w tym kierunku, powołać by się można na przekroczenie swobody umów właśnie w zakresie wyboru kontrahenta, co znów prowadzić by miało do nieważności tej czynności prawnej.

Zaznaczyć należy, że stanowisko mogące stanowić podstawę tej ścieżki rozumowania wyraził Sąd Najwyższy uznając za nieważną umowę o pośrednictwo w obrocie nieruchomościami zawartą przez osobę niemającą stosownego uprawnienia²⁴. Zwrócić jednak należy uwagę, że stanowisko takie nie znajdzie zastosowania na gruncie umowy opcji, bowiem status firmy inwestycyjnej jednej ze stron umowy stanowi jedynie przesłankę uznania tej umowy za instrument finansowy rynku kapitałowego, nie jest natomiast warunkiem dopuszczalności jej zawarcia, jako takiej. Jest to relacja analogiczna do umowy sprzedaży akcji. Oczywiście ważna będzie umowa opcji zawarta przez strony, z których żadna nie jest firmą inwestycyjną, na przykład między dwiema osobami fizycznymi. Ocena takiej umowy opcji będzie identyczna.

Stanowisko to nie jest jednak powszechnie dominujące w krajach Unii Europejskiej. Z jednej strony mamy bowiem między innymi piśmiennictwo i orzecznictwo włoskie, irlandzkie i w zasadniczej części francuskie, które wobec braku uprawnień jednej ze stron przyjmuje sankcję nieważności umowy przez nie zawartej. Z drugiej strony w Holandii i w Niemczech dominują głosy dopuszczające co najwyżej wystąpienie ze stosownym roszczeniem odszkodowawczym przez klienta. Najrozsądniejsze wydaje się stanowisko przyjmowane w prawie angielskim, które przyjmuje utrzymanie ważności takiej umowy, jednak wyłącza możliwość egzekwowania roszczeń wobec klienta²⁵.

inwestycyjnej. Podstawowym kryterium jest prowadzenie przez określony podmiot działalności maklerskiej. Jednakże niektóre podmioty, mimo że taką działalność prowadzą nie zostaną uznane za firmy inwestycyjne na mocy wyłączenia zawartego w art. 70 u.o.i.f., co było również przedmiotem rozważań poczynionych w rozdziale II.

²³ K. Zacharzewski, *Umowa...*, s. 54.

²⁴ Wyrok SN z dnia 19.01.2011 V CSK 173/2010, OSNC 2011, nr 10, poz. 113.

²⁵ T. Sójka, *Wpływ dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (MIFID) i przepisów transponujących tę dyrektywę do polskiego porządku prawnego na treść stosunków cywilnoprawnych pomiędzy podmiotami świadczącymi usługi maklerskie (inwestycyjne), a ich klientami [w:] Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego*, (red.) J. Kruczałak-Jankowska, Warszawa 2013 s. 399.

Na gruncie prawa polskiego brak, jak się wydaje, podstaw dla uznania umowy opcji zawartej przez osoby, z których żadna nie jest firmą inwestycyjną, za nieważną. Wprost przeciwnie, umowa taka zostanie uznana za umowę opcji będącą instrumentem finansowym niezaliczanym do papierów wartościowych. W przypadku natomiast dopuszczenia się nadużycia przez „domniemaną firmę inwestycyjną”, polegającego na zapewnianiu klienta, że posiada taki status, wejdą w życie instytucje ogólne prawa cywilnego związane z wadami oświadczeń woli lub przy natężeniu błędu, nieświadomości itp. niepozwalającym na wzruszenie czynności – stosowne roszczenie odszkodowawcze²⁶.

Jak była o tym mowa, zespół przepisów definiujących instrument finansowy jest skonstruowany w ten sposób, że spośród możliwych umów²⁷ nadaje status instrumentu finansowego tym, które spełniają określone przesłanki podmiotowe i przedmiotowe. Fakt niespełnienia tych przesłanek skutkować będzie jedynie tym, że dana umowa nie będzie uznana za instrument finansowy w rozumieniu ustawy o obrocie. Nie będzie zaś miał żadnego wpływu na ocenę jej ważności (umowa może okazać się nieważna z innych zupełnie przyczyn). Dla przykładu, umowa sprzedaży akcji zawarta między dwoma osobami fizycznymi nie będzie nieważna z tego powodu, że żadna z tych osób nie jest jednocześnie firmą inwestycyjną. To samo dotyczy umowy opcji, umowy *swap*, kontraktów terminowych i innych instrumentów finansowych, które nie są papierami wartościowymi²⁸.

Ograniczenie podmiotowe w umowie opcji, która jest instrumentem finansowym, ale nie jest papierem wartościowym nie może być więc oceniane jako ograniczenie swobody umów w zakresie doboru kontrahenta. Porównanie przykładowych regulacji ograniczających wybór drugiej strony umowy (jak na przykład odnoszących się do umowy rachunku bankowego, która siłą rzeczy musi być zawarta przez bank) z zespołem norm definiujących instrument finansowy prowadzi do wniosku, że inny jest nie tylko zamiar ustawodawcy, ale i metoda, jaką się posłużył.

Podsumowując, stwierdzić należy w odniesieniu do opcji będących instrumentami finansowymi, że co najmniej jedna ze stron umowy opcji musi posiadać status firmy inwestycyjnej. Niespełnienie tego wymogu powoduje nieprzyznanie danej umowie statusu instrumentu finansowego rynku kapitałowego co oznaczać

²⁶ *Vide* T. Sójka, *Obowiązki informacyjne spółek publicznych i odpowiedzialność cywilna za ich naruszenie*, Warszawa 2008, s. 161 i n. Mimo że autor ten pisze o obowiązkach informacyjnych spółek publicznych, to jego uwagi w zakresie odpowiedzialności cywilnej za naruszenie obowiązków informacyjnych wydają się aktualne również na tle zawarcia umowy opcji.

²⁷ I konstrukcji prawnych będących przedmiotem umów, jak na przykład akcje.

²⁸ Uwagi te nie odnoszą się oczywiście do tych instrumentów finansowych będących papierami wartościowymi, które są genetycznie i konstrukcyjnie związane z rynkiem regulowanym, czy wręcz giełdowym, jak choćby wystandaryzowane i powstające w wyniku emisji prawa pochodne.

będzie, że nie będą do niej miały zastosowania przepisy dotyczące obrotu instrumentami finansowymi, a umowa taka nie będzie uważana za zawartą na rynku kapitałowym. Będzie jednak mogła być w pełni ważna i skuteczna.

3.2. Klient firmy inwestycyjnej

Wykazano wyżej, że jedną ze stron umowy opcji będącej instrumentem finansowym musi być firma inwestycyjna. Nie istnieją natomiast żadne ograniczenia podmiotowe po drugiej stronie umowy. Klientem firmy inwestycyjnej może być zasadniczo każdy²⁹. Dopuszcza się nawet możliwość zawierania takich umów przez jednostki samorządu terytorialnego³⁰, co jak podkreśla K. Zacharzewski, należy w polskich realiach do rzadkości³¹. Warto zaznaczyć, że w niektórych krajach zachodnich jednostki samorządu terytorialnego zawierają umowy opcji, umowy *swap* i *forwards*, co doprowadziło niejednokrotnie do ich znacznego zadłużenia, a nawet przejściowej niewypłacalności. Znany jest przykład hrabstwa Orange w USA, które przeszło do historii jako pierwsza na świecie jednostka samorządu terytorialnego, która ogłosiła bankructwo³² spowodowane zadłużeniem wynikającym z pochodnych instrumentów finansowych³³. Mimo braku podmiotowego ograniczenia po stronie klienta firmy inwestycyjnej możemy się spotkać z czterema jego kwalifikacjami.

Z najprostszą sytuacją mamy do czynienia rzecz jasna wówczas, gdy umowa opcji jest zawierana przez dwie firmy inwestycyjne działające we własnym imieniu bez względu na to, czy działają na własny rachunek. Z punktu widzenia kwalifikacji podmiotowej, w świetle poczynionych wyżej uwag i zawartej w rozdziale II definicji firmy inwestycyjnej, konfiguracja ta nie wymaga już bliższego komentarza.

Klientami firmy inwestycyjnej mogą być również inne podmioty. Pierwszym z nich jest klient profesjonalny, o którym mowa w art. 3 pkt 39 b u.o.i.f.³⁴.

²⁹ Tak m.in. K. Zacharzewski, *Umowa...*, s. 54, M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie)*, Warszawa 2000, s. 133 i n., A. Chłopecki, *Usługi maklerskie w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 1995, s. 19.

³⁰ T. Nieborak, S. Huczek, *Instrumenty pochodne w działalności samorządu terytorialnego – podstawowe zagadnienia*, Finanse Komunalne, 2004/12, s. 10.

³¹ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 54.

³² celowo nie używam określenia „upadłość” w celu uniknięcia jakichkolwiek konotacji z polskim prawem upadłościowym.

³³ T. Nieborak, S. Huczek, *op. cit.*, s. 10.

³⁴ Jest nim podmiot, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4, który posiada doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami, który jest:

Ze względu na niesłychanie rozbudowaną jego definicję, której analiza byłaby w pracy cywilistycznej nie tyle kłopotliwa, co niepotrzebna, ograniczę się jedynie do zasygnalizowania dwóch podstawowych kwestii, jakie w kontekście zawarcia umowy opcji wiążą się z uprzednią kwalifikacją kontrahenta jako klienta profesjonalnego, a które zostaną rozwinięte w dalszych podrozdziałach. Są to z jednej strony forma pisemna dla umowy o oferowanie instrumentów finansowych³⁵, która ma charakter umowy ramowej dla zawierania przyszłych umów opcji, a z drugiej strony ograniczone obowiązki informacyjne przed zawarciem umowy.

-
- a) bankiem,
 - b) firmą inwestycyjną,
 - c) zakładem ubezpieczeń,
 - d) funduszem inwestycyjnym lub towarzystwem funduszy inwestycyjnych w rozumieniu ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych,
 - e) funduszem emerytalnym lub towarzystwem emerytalnym w rozumieniu ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U. z 2010 r. Nr 34, poz. 189, Nr 127, poz. 858 i Nr 182, poz. 1228),
 - f) towarowym domem maklerskim,
 - g) podmiotem, o którym mowa w art. 70 ust. 1 pkt 13,
 - h) inną niż wskazane w lit. a–g instytucją finansową,
 - i) inwestorem instytucjonalnym innym niż wskazany w lit. a–h prowadzącym regulowaną działalność na rynku finansowym,
 - j) podmiotem prowadzącym poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej działalność równoważną do działalności prowadzonej przez podmioty wskazane w lit. a–i,
 - k) przedsiębiorcą spełniającym co najmniej dwa z poniższych wymogów, przy czym równość kwot wskazanych w euro jest obliczana przy zastosowaniu średniego kursu euro ustalanego przez Narodowy Bank Polski na dzień sporządzenia przez danego przedsiębiorcę sprawozdania finansowego:
 - suma bilansowa tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej 20 000 000 euro,
 - osiągnięta przez tego przedsiębiorcę wartość przychodów ze sprzedaży wynosi co najmniej 40 000 000 euro,
 - kapitał własny lub fundusz własny tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej 2 000 000 euro,
 - l) jednostką administracji rządowej lub samorządowej, organem publicznym, który zarządza długiem publicznym, bankiem centralnym, Bankiem Światowym, Międzynarodowym Funduszem Walutowym, Europejskim Bankiem Centralnym, Europejskim Bankiem Inwestycyjnym lub inną organizacją międzynarodową pełniącą podobne funkcje,
 - m) innym inwestorem instytucjonalnym, którego głównym przedmiotem działalności jest inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym podmioty zajmujące się sekurytyzacją aktywów lub zawieraniem innego rodzaju transakcji finansowych,
 - n) podmiotem innym niż wskazane w lit. a–m, który na swój wniosek został przez firmę inwestycyjną uznany za klienta profesjonalnego na podstawie art. 3a ust. 1.

³⁵ Elementy przedmiotowo istotne tej umowy uregulowane zostały w art. 72 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a regulacja związana z jej formą zawarta jest w ust. 2 tego artykułu.

Warto zasygnalizować problem wzajemnej relacji pojęć firmy inwestycyjnej i klienta profesjonalnego, który zgodnie z przytoczoną w przypisie definicją może być firmą inwestycyjną, jak i jednym z pozostałych wskazanych w przytoczonym przepisie podmiotów. Nie oznacza to jednak, że klient profesjonalny jest kategorią szerszą, obejmującą również firmę inwestycyjną, która miałaby być jednym z rodzajów klientów profesjonalnych. Twierdzenie takie nie jest prawdziwe³⁶.

Po przeciwległej stronie znajduje się tzw. klient detaliczny, którego nie należy jednak mylić z konsumentem, chociaż zakresy tych dwóch pojęć częściowo się krzyżują. Zgodnie z art. 3 pkt 39 lit. „c” u.o.i.f. jest nim podmiot niebędący klientem profesjonalnym, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z enumeratywnie wymienionych czynności maklerskich³⁷. Klient detaliczny podlega ochronie prawnej zdecydowanie silniejszej od klienta profesjonalnego³⁸. Do najważniejszych różnic należy wymóg formy pisemnej pod rygorem nieważności dla zawarcia umowy o oferowanie instrumentów finansowych. Obowiązki informacyjne firmy inwestycyjnej wobec takiego klienta są również bardzo rozbudowane, o czym będzie mowa w dalszej części tego rozdziału³⁹.

Już z pobieżnej analizy powyższych przepisów wypływa wniosek, że nie każdy klient detaliczny będzie konsumentem, a nie każdy konsument uznany zostanie za klienta detalicznego. Za przykład weźmy osobę prawną, która nie jest przedsiębiorcą, a która zawiera umowę opcji. Znane są przypadki, kiedy to jednostki samorządu terytorialnego, jak miasta Mediolan albo Linz zawarły umowę *swap* (która również jest pochodnym instrumentem finansowym niebędącym papierem wartościowym)⁴⁰. Na gruncie polskim trudno spotkać przypadek zawarcia umowy opcji lub *swap* przez osobę inną, niż fizyczna, która nie jest przedsiębiorcą. Nic nie stoi bowiem na przeszkodzie, by umowa taka została zawarta. Podmiot taki nie będzie więc z pewnością konsumentem (choćby już z tej przyczyny, że nie jest osobą fizyczną⁴¹), będzie natomiast klientem detalicznym.

³⁶ Wynika to z następujących przyczyn. Po pierwsze o kliencie profesjonalnym mówić możemy jedynie, gdy drugą stroną transakcji jest firma inwestycyjna, podobnie jak status konsumenta nabywa się dopiero w relacji z przedsiębiorcą. Sama firma inwestycyjna może stać się klientem profesjonalnym, gdy zawiera umowę z inną firmą inwestycyjną, gdy ta świadczy na jej rzecz usługi maklerskie wymienione w art. 69 ust. 2 lub 4 u.o.i.f.

³⁷ Chodzi o usługi wymienione w art. 69 ust. 2 pkt 2-4 u.o.i.f.

³⁸ Pod tym względem istnieje rzeczywiście pewne podobieństwo do obrotu konsumenckiego, niemniej na tym się ono wyczerpuje.

³⁹ Będzie to przedmiotem analizy z punktu widzenia treści informacji, jakie mają zostać udzielone klientowi, jak również skutków ich nieudzielenia.

⁴⁰ Art. 2 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f.

⁴¹ art. 22¹ k.c. vide

Z sytuacją odwrotną będziemy mieli na przykład do czynienia, kiedy osoba fizyczna, która nie prowadzi działalności gospodarczej albo prowadzi ją, ale w zakresie niezwiązanym z obrotem instrumentami finansowymi, zawiera z firmą inwestycyjną umowę o oferowanie instrumentów finansowych⁴². Osoba taka będzie konsumentem ale nie będzie klientem detalicznym. Żaden przepis ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie odnosi się bezpośrednio do konsumentów, ale na tym etapie uznać należy, że będą oni chronieni co najmniej tak, jak klienci detaliczni, a w pewnym zakresie, na przykład w odniesieniu do umów adhezyjnych⁴³ i wzorców umownych ich ochrona wynikająca wprost z kodeksu cywilnego będzie szła jeszcze dalej.

4. Procedura zawarcia umowy opcji

Zawarcie umowy opcji ma kilka aspektów. Pierwszym są ogólne zagadnienia dotyczące zawierania umów i określenie, które ze znanych prawu cywilnemu trybów ma zastosowanie w przypadku opcji. Drugim jest kwestia przedkontraktowych obowiązków stron oraz prawnej oceny skutków ich niedochowania. Trzeci dotyczy formy umowy opcji. Czwarty odnosi się do wpływu nieważności lub bezskuteczności umowy ramowej na umowę opcji. Kolejne podrozdziały poświęcone będą właśnie tym poszczególnym zagadnieniom.

4.1. Uwagi wprowadzające

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi wprowadza, wcześniej pokrótce przedstawione, umowy o oferowanie instrumentów finansowych (art. 72) oraz o przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (art. 73), które pełnią (każda we właściwym dla siebie zakresie) funkcję umów ramowych. Tryb zawarcia na ich podstawie umowy opcji niebędącej papierem wartościowym nie został jednak określony przepisami żadnej ustawy odnoszącej się bezpośrednio do rynku kapitałowego. Oznacza to, że w pełnym zakresie zastosowanie znajdują przepisy kodeksu cywilnego nie tylko w zakresie wskazanym chociażby w art. 73 ust. 4 pkt 1 u.o.i.f., ale również, a może przede wszystkim, części ogólnej k.c. oraz przepisów poświęconych zobowiązaniom.

⁴² chodzi o umowę spoza katalogu znajdującego się w art. 69 ust. 2 pkt 2-4. Tylko bowiem zawarcie jednej z tych umów determinuje status klienta detalicznego po stronie kontrahenta firmy inwestycyjnej.

⁴³ Jeśli w ogóle takie są na rynku kapitałowym zalecane.

Kodeks cywilny w księdze I ujmuje trzy sposoby zawarcia umowy. Są to oferta i jej przyjęcie, negocjacje i przetarg. Środkiem zmierzającym do zawarcia umowy, ale nie jego sposobem w rozumieniu wyżej wskazanym jest uregulowana w księdze III w art. 389 i 390 k.c. umowa przedwstępna⁴⁴. Zasadniczo nie ma przeszkód jurystycznych, by umowa opcji została zawarta w drodze przyjęcia oferty lub negocjacji⁴⁵. Ze względu jednak na specyfikę relacji wiążących firmę inwestycyjną z klientem nie ma chyba podstaw faktycznych dla zawarcia jej w wyniku przeprowadzenia przetargu ani aukcji. Uzasadnienie tego stanowiska znajdzie się niżej.

Nie wydaje się również celowe zawarcie umowy opcji na skutek wystąpienia z żądaniem jej zawarcia przez uprawnionego z umowy przedwstępnej. Brak praktyki w tym zakresie wynika moim zdaniem z tego, że umowy te mają podobny w pewnym wymiarze cel gospodarczy, zmierzający do zawarcia w przyszłości umowy głównej. Wydaje się więc, że zawarcie umowy opcji w następstwie wykonania umowy przedwstępnej, jakkolwiek teoretycznie możliwe tak samo, jak zawarcie umowy przedwstępnej w wyniku wykonania wcześniejszej umowy przedwstępnej, będzie z tych samych przyczyn w większości przypadków niepraktyczne, a wręcz bezcelowe.

Z całkowicie inną sytuacją będziemy natomiast mieli do czynienia w przypadku zawarcia umowy opcji w wyniku przyjęcia oferty i przeprowadzenia rokowań. Nie ulega wątpliwości, że oferta i jej przyjęcie stanowi najpowszechniejszy sposób zawierania umów⁴⁶. Nie ma potrzeby szerszego przedstawiania w tym miejscu konstrukcji oferty jako takiej i roztrząsania wielu problemów związanych z jej cywilnoprawną naturą. Skupię się zatem na przedstawieniu najważniejszych uwag dotyczących zastosowania trybu ofertowego przy zawieraniu umowy opcji.

4.2. Zawarcie umowy opcji w wyniku przyjęcia oferty

Artykuł 66 k.c. w paragrafie pierwszym definiuje ofertę jako oświadczenie drugiej stronie woli zawarcia umowy, które zawiera jej istotne postanowienia. By można było mówić o złożeniu oferty zawarcia umowy opcji trzeba więc określić, jakie postanowienia tej umowy są istotne. Jednak samo istnienie istotnych przedmiotowo postanowień umów nienazwanych stanowi problem nie tylko

⁴⁴ M. Krajewski [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. VIII, *Prawo zobowiązań – część szczególna*, red. E. Łętowska, s. 729; A. Olejniczak, który pisze, że *nie jest ona sposobem zawarcia umowy, gdyż sama jest umową obligacyjną*, jest jedynie *instrumentem prawnym, którym strony mogą posłużyć się w fazie przygotowania kontraktu*, A. Olejniczak [w:] red. A. Kidyba, K.C. Komentarz, s. 244.

⁴⁵ O czym będzie mowa niżej.

⁴⁶ Zamiast wielu: M. Wojewoda [w:] *K.C. Komentarz*. (red.) M. Pyziak – Szafnicka, s. 697.

z teoretycznego, ale i praktycznego punktu widzenia. W literaturze spotyka się głosy, wedle których umowy nienazwane w ogóle nie mają postanowień przedmiotowo istotnych, nie ma bowiem wzorca normatywnego, stanowiącego punkt odniesienia. Stanowiska w tej sprawie są podzielone. S. Grzybowski uznał, że można mówić o *essentialia negotii* umów nienazwanych, co odniósł do umowy *know-how*⁴⁷. Istotne zastrzeżenia do tego poglądu zgłosili między innymi Z. Radwański⁴⁸ i S. Sołtysiński⁴⁹. W nowszej literaturze dominuje stanowisko, podzielane między innymi przez W. J. Katnera, negujące możliwość wyróżnienia *essentialia negotii* umów nienazwanych⁵⁰.

Przyjęcie stanowiska negującego możliwość ustalenia postanowień przedmiotowo istotnych umów nienazwanych winno z pozoru w ogóle wykluczyć możliwość ich zawierania poprzez przyjęcie oferty, gdyż ta zawierać ma właśnie *essentialia negotii*. Problem ten został rozwiązany poprzez przyjęcie dla umów nienazwanych wyrażnie w praktyce obrotu wyodrębnionych ram prawnych pozwalających odróżnić je od innych umów, które sprawiają, że *umowa dotąd nienazwana zaczyna być traktowana jak umowa nazwana wskutek ujednolicenia się tej praktyki drogą zwyczajów i analizowania jej w doktrynie, a także w orzecznictwie, jako odrębnego typu umowy*⁵¹.

Zwrócić należy uwagę, że stanowi to jedynie częściowe rozwiązanie problemu. Wciąż pomija bowiem te umowy nienazwane, które tak wyrażnie wyodrębnione jeszcze nie zostały, a być może nigdy nie będą. Trafne wydaje się stanowisko M. Wojewody, zdaniem którego w przypadku umów nienazwanych lub mieszanych, gdzie katalog takich składników trudno określić, należy przyjmując ujęcie bardziej uniwersalne, zgodnie z którym istotne postanowienia umowy to te, które stanowią konieczne, a przy tym charakterystyczne elementy danego stosunku prawnego i które pozwalają na jego zaistnienie w obrocie⁵². Dla tego typu postanowień M. A. Zachariasiewicz proponuje używać nazwy *essentialia contractus*⁵³.

Podzielał stanowisko, że umowy nienazwane nie mają *essentialia negotii*, a termin ten zarezerwowany jest dla umów nazwanych. Jednocześnie uważam, że zaproponowane przez M. A. Zachariasiewicz pojęcie *essentialia contractus*

⁴⁷ S. Grzybowski, *Umowa „know-how” na tle kodeksu cywilnego*, Krakowskie Studia Prawnicze, Rok I, 1968, s. 113.

⁴⁸ Z. Radwański, *Teoria umów*, Warszawa 1977, s. 249-250.

⁴⁹ S. Sołtysiński, *Licencje na korzystanie z cudzych rozwiązań technicznych*, Warszawa 1970, s. 195-196.

⁵⁰ W. J. Katner, *SPP*, t. IX, s. 11.

⁵¹ *Ibidem*.

⁵² M. Wojewoda, *K.C. Komentarz*, (red.) M. Pyziak – Szafnicka, s. 699.

⁵³ M. A. Zachariasiewicz, *Procedura zawierania umów według znowelizowanych przepisów kodeksu cywilnego*, KPP 2004/4, s. 931.

jest przydatne i winno znaleźć zastosowanie dla umów nienazwanych, które są już na tyle w praktyce wyodrębnione, że możemy mówić o ich cechach charakterystycznych determinujących zaliczenie danej umowy do danej grupy⁵⁴.

Umowa opcji, mimo że jest umową nienazwaną, posiada jednak charakterystyczne elementy konstrukcyjne (*essentialia contractus*)⁵⁵, których wystąpienie lub brak pozwoli ocenić, czy dana umowa jest umową opcji, czy też nie⁵⁶. W związku z tym przyjąć należy, że możliwe jest złożenie oferty zawarcia umowy opcji a oferta ta winna zawierać co najmniej określenie tych elementów, które pozwalają umowie opcji, jako odrębnemu stosunkowi prawnemu zaistnieć w obrocie. W tym miejscu można roboczo przyjąć, że są to określenie wysokości premii opcyjnej, instrumentu bazowego, sposobu rozliczenia, terminu zapadalności opcji ze wskazaniem, czy jest to termin końcowy (opcja amerykańska), czy termin punktowy (opcja europejska) i treści uprawnienia opcyjnego. Należy więc jednoznacznie opowiedzieć się za dopuszczeniem zawierania umów nienazwanych, a więc i umowy opcji poprzez złożenie i przyjęcie oferty.

W świetle powyższych uwag nie ma przeszkód, by do zawarcia umowy opcji doszło na skutek oświadczenia o przyjęciu oferty, przyjęcia kontroferty, modyfikującego przyjęcia oferty, jak i milczącego przyjęcia oferty. Należy zastrzec oczywiście, że część z tych sposobów kontraktowania zarezerwowana jest dla relacji między przedsiębiorcami. Z przyczyn praktycznych, już na etapie przedkontraktowym, strony przyszłej umowy opcji najczęściej wyłączą możliwość zawarcia umowy w drodze modyfikującego i milczącego przyjęcia oferty. Podyktowane jest to tym, że ze względu na wielką nieraz wartość zawieranych umów (w szczególności na rynku walutowym) i często bardzo krótki termin ich realizacji, celowe jest użycie mechanizmu, który pozwala na jasne i niebudzące wątpliwości określenie, czy do zawarcia umowy doszło, co ma szczególne uzasadnienie w aspekcie typowego dla umowy opcji konfliktu interesów stron.

⁵⁴ Od razu zaznaczyć, że dyskusja o dopuszczalności przyznania umowom nienazwanym *essentialia negotii* nie ma jedynie dogmatycznego i terminologicznego charakteru. Wspomnieć można choćby o odmiennych skutkach, jakie ustawa wiąże z pominięciem w umowie nazwanej któregoś z jej *essentialia negotii*, co wiązać się będzie z jej nieważnością, a jakie wynikają z pominięcia w umowie nienazwanej jej elementu charakterystycznego, jakim jest *essentialia contractus*, o ile dany typ umowy przedwstępnej w ogóle takowe posiada. W tym ostatnim przypadku najczęściej wiązać się to będzie z zawarciem umowy nienazwanej innego typu, co wcale nie musi, chociaż czasem może, skutkować jej nieważnością.

⁵⁵ Warto na marginesie zaznaczyć, że wyżej przyjęty pogląd nie jest powszechnie i bezkrytycznie podzielany. Świadczy o tym, że w odniesieniu do umowy opcji chociażby w orzecznictwie sądowym operuje się często, choć nie zawsze, pojęciem *essentialia negotii*, czego przykładem jest wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 28 czerwca 2012 roku w sprawie VI ACa 169/12, LEX nr 1313645. Wydaje się jednak, że jest to praktyka nieprawidłowa.

⁵⁶ *Essentialia contractus* umowy opcji zostaną szczegółowo opisane w rozdziale VI.

Ciekawy wydaje się problem złożenia oferty zawarcia umowy opcji w postaci elektronicznej w świetle art. 66¹ k.c.⁵⁷. Zgodnie z paragrafem 1 oferta złożona w postaci elektronicznej wiąże składającego, jeżeli druga strona niezwłocznie potwierdzi jej przyjęcie. Trzeba podkreślić, że hipotezą paragrafu 1 objęte są wszyscy potencjalni oferenci bez względu na przysługujący im status przedsiębiorcy. Przedsiębiorcy są adresatami norm zawartych dopiero w kolejnych jednostkach redakcyjnych tego artykułu. Normy zawarte w paragrafach 2-4 odnoszą się więc do oferty składanej za pośrednictwem strony internetowej umożliwiającej bezpośredni kontakt kontrahentów⁵⁸, przez przedsiębiorcę (firmę inwestycyjną) kontrahentowi bez względu na jego status. Jeżeli obie strony umowy opcji są przedsiębiorcami, na podstawie paragrafu 4 zasady określone w paragrafach 1-3 mogą zostać wyłączone. Warto powtórzyć za ustawodawcą, że art. 66¹ k.c. nie odnosi się do zawierania umów za pomocą poczty elektronicznej oraz innych podobnych środków indywidualnego porozumiewania się na odległość.

4.3. Zawarcie umowy opcji w wyniku negocjacji

Podobnie, jak oferta, do zawarcia umowy opcji predestynowane są negocjacje. Zgodnie z art. 72 § 1 k.c. umowa zostaje zawarta, gdy strony prowadzące negocjacje dojdą do porozumienia co do wszystkich postanowień, któ-

⁵⁷ Wprowadzenie tego przepisu jest skutkiem implementacji dyrektywy 2000/31/WE z dnia 8 czerwca 2000 roku o niektórych aspektach prawnych usług społeczeństwa informatycznego, w szczególności handlu elektronicznego w obrębie rynku wewnętrznego (Dz. Urz. WE L 178 z dnia 17 lipca 2000 r. s. 1). Art. 66¹:

§ 1. *Oferta złożona w postaci elektronicznej wiąże składającego, jeżeli druga strona niezwłocznie potwierdzi jej otrzymanie.*

§ 2. *Przedsiębiorca składający ofertę w postaci elektronicznej jest obowiązany przed zawarciem umowy poinformować drugą stronę w sposób jednoznaczny i zrozumiały o:*

- 1) czynnościach technicznych składających się na procedurę zawarcia umowy;*
- 2) skutkach prawnych potwierdzenia przez drugą stronę otrzymania oferty;*
- 3) zasadach i sposobach utrwalania, zabezpieczania i udostępniania przez przedsiębiorcę drugiej stronie treści zawieranej umowy;*
- 4) metodach i środkach technicznych służących wykrywaniu i korygowaniu błędów we wprowadzanych danych, które jest obowiązany udostępnić drugiej stronie;*
- 5) językach, w których umowa może być zawarta;*
- 6) kodeksach etycznych, które stosuje, oraz o ich dostępności w postaci elektronicznej.*

§ 3. *Przepis § 2 stosuje się odpowiednio, jeżeli przedsiębiorca zaprasza drugą stronę do rozpoczęcia negocjacji, składania ofert albo do zawarcia umowy w inny sposób.*

§ 4. *Przepisy § 1-3 nie mają zastosowania do zawierania umów za pomocą poczty elektronicznej albo podobnych środków indywidualnego porozumiewania się na odległość. Nie stosuje się ich także w stosunkach między przedsiębiorcami, jeżeli strony tak postanowiły.*

⁵⁸ W. Robaczyński, *Kodeks Cywilny. Komentarz*, (red.) M. Pyziak – Szafnicka, s. 711.

re były przedmiotem negocjacji. Jest oczywiste, że umowa zostanie zawarta w drodze negocjacji jednak pod warunkiem, że przedmiotem negocjacji były co najmniej wszystkie postanowienia przedmiotowo istotne zawieranej umowy⁵⁹. Jak pisze M. Pyziak-Szafnicka, negocjacje są w praktyce stosowane, gdy *na treść umowy, zwykle o większej wartości, składają się liczne prawa i obowiązki stron, powiązane w taki sposób, że ukształtowanie jednych wpływa na inne*⁶⁰. Podstawową różnicą między negocjacjami a ofertą jest rola stron w trakcie zawierania umowy. Jak wskazuje Z. Radwański, oferentowi przysługuje rola formułowania treści zamierzonej umowy, a oblatowi rola akceptanta. W przypadku negocjacji te role się zacierają, a strony wzajemnie na siebie oddziałują, dzięki czemu ich stanowiska się ucierają, a realizacja ich interesów może być pełniejsza⁶¹. Jak słusznie zauważył Sąd Najwyższy, procedura negocjacji nie wyklucza procedury ofertowej, a w trakcie kontraktowania mogą one być stosowane przemiennie⁶².

Niewątpliwie, zawarcie umowy opcji na podstawie umowy ramowej nastąpić może również w wyniku negocjacji⁶³. Jest to podyktowane bardzo wieloma elementami, które muszą zostać dopasowane do potrzeb obu stron, a których sprecyzowanie odbywać się powinno w drodze rokowań. W praktyce jednak strony wpierv ustalają warunki umowy w drodze nieformalnej wymiany informacji, a następnie firma inwestycyjna składa klientowi ofertę zawarcia umowy. Firmy inwestycyjne posługują się bowiem gotowymi formularzami takich umów, które odsyłają następnie do różnych regulaminów. Problem ten mógłby mieć znaczenie praktyczne w związku z innymi przesłankami zawarcia umowy w obu procedurach. Niemniej umowy te zawierane są najczęściej w formie pisemnej (w przypadku klientów detalicznych jest to forma pisemna pod rygorem nieważności), co z praktycznego punktu widzenia łagodzi ten dylemat.

Powyższe uwagi skłaniają do wniosku, że umowa opcji może z powodzeniem zostać zawarta nie tylko w trybie ofertowym, ale również w drodze negocjacji. Warunkiem tego jest oczywiście porozumienie w zakresie wszystkich elementów konstrukcyjnych, które wyżej zostały określone mianem *essentialia*

⁵⁹ M. Pyziak – Szafnicka, *Kodeks Cywilny. Komentarz*, (red.) M. Pyziak – Szafnicka, s. 797.

⁶⁰ M. Pyziak – Szafnicka, *op. cit.*, s. 795.

⁶¹ Z. Radwański [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. II, *Prawo cywilne – część ogólna*, red. Z. Radwański, Warszawa 2008, s. 348.

⁶² Wyrok SN z dnia 11.10.2000 roku, III CKN 273/00, LEX nr 51885

⁶³ Tak. A. Chłopecki [w:] red. L. Sobolewski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 521; J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996, s. 141; odmiennie M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo...*, s. 55-60.

contractus, jak i pozostałych postanowień podmiotowo istotnych⁶⁴, o ile zostały określone w ofercie lub pojawiły się w trakcie negocjacji. W tym zakresie całkowicie aktualne są ustalenia i uwagi poczynione na gruncie zawarcia umowy opcji w drodze oferty, których nie ma potrzeby powtarzać.

4.4. Zawarcie umowy opcji w wyniku przetargu i aukcji

Jak wyżej wspomniano, nie ma wyraźnych przeszkód konstrukcyjnych, by umowa opcji została zawarta w wyniku przetargu albo aukcji. Wydaje się jednak, że są to tryby całkowicie niedopasowane do precyzyjnie konstruowanych dla potrzeb danej strony instrumentów inżynierii finansowej, nie tylko opcji, ale i choćby umów typu *swap*. Celem opcji jest najczęściej zabezpieczenie opcjodawcy przed ryzykiem niekorzystnego dla niego ukształtowania się kursu instrumentu bazowego, co ma znaczenie w jego konkretnej sytuacji gospodarczej, w zamian za zapłatę premii drugiej stronie⁶⁵. W związku z tym mało praktyczne, ale i mało prawdopodobne wydaje się, by któraś ze stron umowy opcji proponowała potencjalnym kontrahentom przystąpienie do przetargu, którego przedmiotem byłoby zawarcie umowy opcji. Całkowicie teoretycznie można sobie jednak wyobrazić, że przetarg prowadzi opcjodawca, który przedstawia warunki wystawianej przez siebie opcji chcąc od uczestników przetargu uzyskać jak największą premię opcyjną. Analogicznie, przyszły opcjodawca może określić wysokość premii, jaką jest gotów zapłacić licząc na najlepsze warunki umowy opcji proponowane przez uczestniczących w przetargu opcjodawców. Są to jednak w obecnych realiach sytuacje na tyle mało prawdopodobne, że nie warto poświęcać im więcej uwagi. Zasadności zawarcia umowy opcji w trybie przetargu i aukcji sprzeciwia się również charakter umowy ramowej⁶⁶ i płynące z niego zobowiązanie firmy inwestycyjnej do działania w interesie klienta, określane przez K. Zacha-

⁶⁴ w tym miejscu jedynie sygnalizuję, że w odniesieniu do umów nienazwanych zasadne jest operowanie pojęciem *accidentalialia contractus*, jako swego rodzaju odpowiednikiem *accidentalialia negotii* umów nazwanych. Zdaję sobie jednocześnie sprawę, że konstrukcyjnie będące *de facto* synonimem łac. określenia *accidentalialia negotii* polskie określenie „postanowienia podmiotowo istotne” nie nadaje się do zastosowania w odniesieniu do umów nienazwanych. Chcąc jednak używać również polskiego odpowiednika *essentialialia contractus*, piszę w tym miejscu o „elementach podmiotowo istotnych” umowy opcji, a spór generalny o zasadność posługiwania się w odniesieniu do umów nienazwanych chociażby tym pojęciem przedstawię w rozdziale VI.

⁶⁵ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 27 lutego 2013 roku w sprawie I ACa 915/12, LEX nr 1307438.

⁶⁶ Mowa zarówno o umowie o oferowanie instrumentów finansowych, jak i umowie o przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

rzewskiego nawet jako troskliwość⁶⁷. Ujęcie to nie daje się pogodzić z dopuszczeniem obdarzonych taką troskliwością klientów, którym zależy na zawarciu umowy, do wyboru najkorzystniejszej z punktu widzenia firmy inwestycyjnej oferty.

4.5. Skutki naruszenia sposobu kontraktowania przewidzianego w umowie ramowej.

Jak wyżej wspomniano umowa opcji zawierana jest już w pewnej określonej przez umowę ramową sytuacji prawnej stron. Zarówno rodzaj umowy ramowej, jak i jej treść będzie miała istotny wpływ na przyjęty sposób kontraktowania. Umowa ramowa może określać sposób przyszłego kontraktowania, co odnosić się może do całego szeregu elementów, których przedstawianie nie jest w tym miejscu konieczne. Zaznaczyć jedynie trzeba, że umowy opcji powinny być zawarte zgodnie z przewidzianym w umowie ramowej trybem. Jedynym ograniczeniem dla sposobu kontraktowania przewidzianego w tej umowie są normy bezwzględnie obowiązujące. Taka umowa ramowa określa granice i sposób współdziałania stron⁶⁸. Do zawarcia umowy opcji dojdzie w tym przypadku, gdy zostaną spełnione warunki w niej opisane. Jak wskazuje J. Strzępka w odniesieniu do przygotowawczych umów ramowych *ujęcie tej grupy [...] w jedną całość i wyodrębnienie jej od pozostałych ramowych umów definitywnych bierze się stąd, że wspólną cechą tych umów ramowych przygotowawczych jest kreowanie trwałego stosunku obligacyjnego, którego istotną treścią jest obowiązek zawierania umów definitywnych (realizacyjnych) na z góry ustalonych warunkach, których [...] zawieranie stanowi treść świadczenia umów przygotowawczych*⁶⁹.

W świetle poczynionych wyżej uwag ogólnych należy w tym miejscu zadać pytanie o konsekwencje naruszenia trybu kontraktowania przewidzianego w umowie ramowej⁷⁰. Możliwe są zasadniczo dwa rozwiązania.

Pierwszym z nich jest przyjęcie, że umowa tak zawarta jest ważna, o ile tylko spełniać będzie warunki zawarcia umowy przewidzianej w którymkolwiek z trybów znanych prawu cywilnemu⁷¹, a samo jej zawarcie nie będzie sprzeczne z przepisem ustawy, zasadami współżycia społecznego lub naturą stosunku prawnego.

⁶⁷ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 115.

⁶⁸ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 29 października 2008 roku w sprawie V ACa 337/08, LEX 491135.

⁶⁹ J. Strzępka, *Umowy ramowe w projekcie kodeksu cywilnego* [w:] *Instytucje prawa handlowego...*, s. 392.

⁷⁰ Nie należy tego zagadnienia mylić z kwestią wpływu ważności lub skuteczności umowy ramowej na ważności lub skuteczność umowy opcji, co zostanie opisane w dalszej części.

⁷¹ Wyżej przyjęto założenie, że będą to raczej tylko tryb ofertowy i negocjacyjny.

Drugim rozwiązaniem jest uznanie wadliwości czynności prawnej. Samo pojęcie wadliwości czynności prawnej pozostaje jednak przedmiotem sporów i rozbieżnych ocen⁷². Obecnie przyjmuje się, że czynności wadliwe dzielą się na bezwzględnie nieważne (w części albo w całości), czynności wzruszalne (przez wykonanie prawa kształtującego albo przez orzeczenie sądu) oraz czynności bezskuteczne [kulejące, względnie bezskutecznie (*ex lege*, na skutek wyroku sądu), bezskuteczne *sensu stricto* (w całości albo w części)]⁷³. Bezskuteczność czynności może być następstwem nie tylko naruszenia ustawy, ale również umowy między stronami⁷⁴.

Naruszenie trybu kontraktowania przewidzianego w umowie o oferowanie instrumentów finansowych może więc teoretycznie skutkować uznaniem, że czynność prawna dotknięta jest jedną z wad wyżej wymienionych albo też przyjęciem, że do zawarcia umowy w ogóle nie doszło, a więc mamy do czynienia z czynnością prawną nieistniejącą⁷⁵. Uważam, że nie ma czynności prawnych nieistniejących, co każe uznać, że czynność dokonana przez strony istnieje. Umowa ta może być rzecz jasna wadliwa, co wiązać się może nawet z jej nieważnością. Skutki poszczególnych rodzajów naruszeń trybu kontraktowania przedstawiam w kolejnych dwóch punktach.

4.5.1. Skutki złożenia oświadczeń woli w formie innej od przewidzianej

Wydaje się, że punktem wyjścia powinien być art. 76 k.c. zgodnie z którym *jeżeli strony zastrzegły w umowie, że określona czynność prawna między nimi powinna być dokonana w szczególnej formie, czynność ta dochodzi do skutku tylko przy zachowaniu zastrzeżonej formy*. Przepis ten w zdaniu drugim stanowi, że *gdy strony zastrzegły dokonanie czynności w formie pisemnej, nie określając skutków niezachowania tej formy, poczytuje się w razie wątpliwości, że była ona zastrzeżona wyłącznie dla celów dowodowych (pactum de forma)*. Jak słusznie stwierdza W. Robaczyński, strony mają prawo wyboru spośród form czynności prawnej znanych prawu cywilnemu, ale nie mają prawa tworzenia na własny użytek nowych form, które nie są znane rozwiązaniom kodeksowym⁷⁶.

⁷² Na ten temat J. Preussner – Zamorska, *Nieważność czynności prawnej w prawie cywilnym*, Warszawa 1983, s. 18 i n.

⁷³ M. Gutowski, *Bezskuteczność czynności prawnej*, Warszawa 2013, s. 43-46.

⁷⁴ *Ibidem*, s. 307 i n.

⁷⁵ J. Preussner – Zamorska, *op. cit.*, s. 104 i n.; S. Sołtysiński, *Rozważania o nieważnych i „nieistniejących” czynnościach prawnych ze szczególnym uwzględnieniem uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni [w:] W kierunku europeizacji prawa prywatnego. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Jerzemu Rajskiemu*, Warszawa 2007, s. 305 i n.; A. Kurzyńska, *Dopuszczalność powództwa o ustalenie nieistnienia uchwał zgromadzeń wspólników spółek kapitałowych w świetle obowiązujących przepisów [w:] Instytucje prawa handlowego...*, s. 752 i n.

⁷⁶ W. Robaczyński, *op. cit.*, s. 824.

Nie ma wątpliwości, że art. 76 k.c. znajduje zastosowanie do umowy ramowej zawierającej postanowienia co do formy zawieranych na jej podstawie umów opcji. Zastrzeżeń nie powinno również budzić uznanie, że późniejsze umowy opcji są właśnie czynnościami, o których w tym przepisie mowa. Przyjmując te założenia stwierdzić należy już w tym miejscu, że ocena naruszenia trybu kontraktowania opisanego w umowie o oferowanie instrumentów finansowych uzależniona będzie od tego, czy naruszenie to odnosi się do przewidzianej w umowie formy przyszłej czynności prawnej, czy też ma inny charakter.

W przypadku wystąpienia naruszenia odnoszącego się do formy czynności prawnej (z zastrzeżeniem zdania drugiego art. 76 k.c.), kodeks stanowi, że do czynności prawnej nie dochodzi. Jeżeli natomiast strony postanowiły jedynie wprowadzić zastrzeżenie formy pisemnej, będzie ona formą pisemną zastrzeżoną dla celów dowodowych (art. 74 k.c.), co interpretować należy w świetle art. 74 § 3 k.c., który znosi sankcję ograniczeń dowodowych w relacjach między przedsiębiorcami.

Powstaje jednak pytanie, co znaczy, że do czynności prawnej w takiej sytuacji nie dochodzi. W. Robaczyński jest zdania, że czynność taka będzie nieważna⁷⁷. Pogląd ten może wydawać się kontrowersyjny. Z jednej strony można bowiem domniemywać za wskazanym autorem, że ustawodawcy chodziło o skutek w postaci nieważności czynności prawnej, jednak samonarzucającym się kontrargumentem jest wykładnia językowa i systemowa, bowiem ustawodawca w całym kodeksie posługuje się pojęciem nieważności czynności prawnej, z którego w tym miejscu jednak nie skorzystał. Wydaje się jednak, że stanowisko W. Robaczyńskiego uznać należy za trafne.

4.5.2. Skutki innych naruszeń sposobu kontraktowania

Inny charakter i skutki będzie miało naruszenie trybu kontraktowania ustalonego w umowie ramowej, które nie będzie się odnosiło do kwestii formy czynności prawnej. W tej grupie można wyodrębnić dwie podgrupy przypadków. Pierwszą z nich jest brak określenia w umowie opcji wszystkich elementów, które na podstawie umowy ramowej winny być określone lub czynności sprzecznej z treścią czynności opisaną w umowie ramowej. Drugą stanowią inne, niż dotyczące formy, błędy proceduralne.

Każdy z tych przypadków wiązał się będzie z innymi konsekwencjami. Punktem wyjścia jest przyjęte wyżej założenie, że istnieje kategoria *essentialia contractus*. Jeżeli więc strony procedując w trybie przewidzianym w umowie

⁷⁷ *Ibidem*, s.825.

ramowej zawarły umowę, która nie zawiera wszystkich elementów instrumentu finansowego, który miał być oferowany, uznać można że albo jest to czynność prawna nieważna albo też przyjąć, że strony zawarły inną umowę, która o ile nie jest dotknięta wadą pozwalającą uznać jej nieważność lub bezskuteczność, będzie wiązała strony w takim kształcie i treści, w jakim została zawarta⁷⁸.

Przyczyny ewentualnej nieważności czynności prawnej mogą być dwie. Pierwszą jest sprzeczność z naturą stosunku prawnego jako takiego, a drugą brak wcześniejszego udzielenia informacji przez firmę inwestycyjną o tym instrumencie finansowym, czego podstawa i skutki omówione zostaną niżej. W tym miejscu opowiedzieć się należy za poglądem, w myśl którego sam fakt dokonania czynności prawnej (zawarcia umowy) nieprzewidzianej w umowie o oferowanie instrumentów finansowych nie jest przyczyną jej nieważności. Czynność taka będzie oceniana w oderwaniu od umowy ramowej, co nie stoi na przeszkodzie uznaniu jej za wadliwą, o ile spełnione zostaną przesłanki wadliwości czynności prawnej.

Inny charakter będą miały błędy proceduralne odnoszące się do kwestii innych, niż treść czynności prawnej⁷⁹, które rzecz jasna, mogą występować łącznie z wadliwościami opisanymi wyżej. Jest to grupa bardzo różnorodna. Mieszczą się w niej między innymi zagadnienia związane z reprezentacją stron, terminami, jakie wyznaczyły sobie dla dokonywania poszczególnych czynności związanych z zawarciem umowy, prawną doniosłością składanych sobie oświadczeń i potwierdzeń. Wydaje się, że każdy przypadek wystąpienia takiej nieprawidłowości rozpatrywać należy indywidualnie mając jako wyznaczniki dwie przeciwstawne płaszczyzny, jakimi są dążenie do utrzymania w mocy czynności prawnej (wykładnia *in favorem contractus*)⁸⁰, co wyrażne jest również w orzecznictwie Sądu Najwyższego⁸¹ z jednej strony i rola firmy inwestycyjnej związana z jej szczegól-

⁷⁸ Vide uwagi o konwersji czynności prawnej m.in.: K. Gandor, *Konwersja nieważnych czynności prawnych*, *Studia Cywilistyczne* 1964, t. IV, s. 27 i n.; J. Preussner – Zamorska, *op. cit.*, s. 153 i n.; M. Gutowski, *op. cit.*, s. 439 i n.; A. Szpunar, *O konwalidacji nieważnej czynności prawnej*, *PiP* 2002/7, s. 20 i n.

⁷⁹ K. Bilewska *Uchybienia proceduralne w procesie podejmowania uchwał a ich zaskarżanie w świetle przepisów art. 83 nowego kodeksu cywilnego* [w:] *Instytucje prawa handlowego...*, s. 498 i n.

⁸⁰ Z. Radwański wskazuje, że *życzliwa interpretacja (benigna interpretatio)* oświadczenia woli ma wspomóc uznanie czynności prawnej za ważną. [...] Wyraża ona dyrektywę, w myśl której w toku interpretacji należy raczej przyjąć takie znaczenie oświadczenia woli, jakie dozwala utrzymanie czynności prawnej niż kwalifikowanie jej jako nieważnej. Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 80 i in.; W. Robaczyński pisze, że z zasady *favor contractus* wynika dyrektywa oznaczająca przypisywanie postanowieniom umowy takiego znaczenia, które pozwala na ustalenie ich zgodności z ograniczeniem zasady swobody umów, w granicach woli stron. W. Robaczyński, *op. cit.*, s. 690.

⁸¹ Por. wyrok SN z dnia 4 czerwca 1986 roku, II CR 92/86, OSNC 1987, nr. 9, poz. 141, s. 52.

nym statusem i zaufaniem, jakie klient w niej pokłada. Dokonanie zbiorczej oceny tych sytuacji jest jednak w tym miejscu niemożliwe, gdyż wymagałoby zbyt szczegółowych rozważań wykraczających poza przyjęte ramy niniejszej pracy.

5. Przedkontraktowe obowiązki informacyjne firmy inwestycyjnej i skutki ich naruszenia

5.1. Uwagi ogólne o przedkontraktowych obowiązkach informacyjnych firmy inwestycyjnej.

Jak już była mowa w rozdziale I, podstawową funkcją regulacji obrotu instrumentami finansowymi jest ochrona inwestora, który rozumiany jest na gruncie umowy opcji, jako klient firmy inwestycyjnej. W szczególności chronieni są drobni inwestorzy⁸². Jednym ze sposobów ochrony inwestorów jest nałożenie na firmy inwestycyjne szeregu obowiązków informacyjnych, których spełnienie musi mieć miejsce przed zawarciem umowy. Podstawowym aktem prawnym regulującym ochronę inwestorów jest omawiana już dyrektywa *MIFID*, która w art. 19 zawiera szereg postulatów w tej materii. Część z nich ma charakter bardzo ogólny, inne zaś sformułowane są już precyzyjnie. Zgodnie z art. 19 ust. 1 dyrektywy, przedsiębiorstwo inwestycyjne winno działać uczciwie, sprawiedliwie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klientów. Kolejne ustępy tego przepisu, w formie jednak nadmiernie opisowej, precyzują te cechy⁸³.

⁸² A. Chłopecki, M. Dyl, *op. cit.*, s. 1 i 2.

⁸³ Art. 19 dyrektywy *MIFID*: 1. Państwa Członkowskie wymagają, aby przy świadczeniu na rzecz klientów usług inwestycyjnych i/lub, w miarę potrzeb, usług dodatkowych, przedsiębiorstwo inwestycyjne działało uczciwie, sprawiedliwie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klientów oraz wypełniając, w szczególności, zasady wymienione w ust. 2–8.

2. Wszelkie informacje, w tym publikacje handlowe, kierowane przez przedsiębiorstwo inwestycyjne do klientów lub potencjalnych klientów powinny być rzetelne, niebudzące wątpliwości i nie wprowadzające w błąd. Publikacje handlowe należy w sposób niebudzący wątpliwości oznaczyć, jako publikacje handlowe.

3. Klientom lub potencjalnym klientom należy dostarczyć kompleksowych informacji dotyczących:

- przedsiębiorstwa inwestycyjnego oraz usług przez nie świadczonych,
- instrumentów finansowych oraz proponowanych strategii inwestycyjnych; powinny one obejmować stosowne wytyczne oraz ostrzeżenia o ryzyku związanym z inwestycjami w takie instrumenty lub odnoszącym się do poszczególnych strategii inwestycyjnych,
- podmiotów realizujących zlecenia, oraz
- kosztów i odnośnych opłat, skonstruowanych w taki sposób, aby klienci lub potencjalni klienci mogli zrozumieć charakter oraz ryzyko związane z usługą inwestycyjną oraz

określonym rodzajem oferowanego instrumentu finansowego, a co za tym idzie, mogli podjąć świadome decyzje inwestycyjne. Informacje te należy przekazywać w ujednoliconym formacie.

4. Świadcząc usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania pakietem akcji, przedsiębiorstwo inwestycyjne uzyskuje niezbędne informacje dotyczące wiedzy i doświadczenia klientów lub potencjalnych klientów w dziedzinie inwestycji odpowiedniej do określonego rodzaju produktu czy usługi, jego sytuacji finansowej oraz celów inwestycyjnych, tak aby przedsiębiorstwo mogło polecić klientowi lub potencjalnemu klientowi odpowiednie dla niego usługi inwestycyjne i instrumenty finansowe.

5. Państwa Członkowskie zapewniają, że przedsiębiorstwa inwestycyjne świadczące usługi inwestycyjne, inne niż określone w ust. 4, zwróciły się do klienta lub potencjalnego klienta z prośbą o przekazanie informacji dotyczących jego wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji, odpowiedniej do określonego rodzaju oferowanego lub wymaganego produktu lub usługi, tak aby przedsiębiorstwo inwestycyjne mogło dokonać oceny, czy przewidziana usługa inwestycyjna lub produkt są odpowiednie dla klienta.

W przypadku gdy w oparciu o informacje otrzymane na podstawie poprzedzającego ustępu przedsiębiorstwo inwestycyjne uważa, że produkt lub usługa nie są odpowiednie dla klienta lub potencjalnego klienta, przedsiębiorstwo inwestycyjne ostrzega o powyższym klienta lub potencjalnego klienta. Ostrzeżenie to należy przekazywać w ujednoliconym formacie.

W przypadkach gdy klient lub potencjalny klient podejmuje decyzje o nieprzekazywaniu informacji określonych na podstawie akapitu pierwszego lub jeżeli przedstawia niewystarczające informacje dotyczące jego wiedzy i doświadczenia, przedsiębiorstwo inwestycyjne ostrzega klienta lub potencjalnego klienta, że taka decyzja uniemożliwia przedsiębiorstwu ustalenie, czy przewidziana usługa lub produkt są dla niego odpowiednie. Ostrzeżenie to należy przekazywać w ujednoliconym formacie.

6. Państwa Członkowskie umożliwiają przedsiębiorstwom inwestycyjnym świadczącym usługi dotyczące wyłącznie realizacji i/lub otrzymywania i przekazywania zleceń klientów, jednocześnie świadczącym bądź nieświadczącym usług dodatkowych, świadczenie tych usług inwestycyjnych bez potrzeby uzyskania informacji lub dokonywania uzgodnień przewidzianych w ust. 5, jeżeli wypełnione są wszystkie podane poniżej warunki:

– powyższe usługi dotyczą akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub równorzędnym rynku państwa trzeciego, instrumentów rynku pieniężnego, obligacji lub innych form zabezpieczenia zadłużenia w papierach wartościowych (z wyłączeniem obligacji lub zadłużenia zabezpieczonego w papierach wartościowych obejmujących instrumenty pochodne), przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe oraz innych nie kompleksowych instrumentów finansowych. Rynek państwa trzeciego uznaje się za równorzędny do rynku regulowanego, jeżeli wypełnia wymogi równorzędne do ustanowionych na podstawie tytułu III. Komisja publikuje wykaz rynków uznawanych za równorzędne. Wykaz ten uaktualnia się okresowo,

- usługę świadczy się z inicjatywy klienta lub potencjalnego klienta,
- klienta lub potencjalnego klienta powiadomiono w sposób niebudzący wątpliwości, że świadcząc tę usługę przedsiębiorstwo inwestycyjne nie ma obowiązku dokonywania oceny adekwatności świadczonego lub oferowanego instrumentu lub usługi i dlatego też klient lub potencjalny klient nie korzysta z odnośnej ochrony ustanowionej na podstawie właściwych reguł prowadzenia działalności; ostrzeżenie to należy przekazywać w ujednoliconym formacie,
- przedsiębiorstwo inwestycyjne wypełnia zobowiązania ustanowione na mocy art. 18.

Lektura tego przepisu nasuwa następujące refleksje.

Po pierwsze, nie sposób nie odnieść wrażenia, że przepis ten odwołuje się do elementarnych zasad uczciwości. Jasne jest, że stosunek łączący klienta (bez względu na jego status) z bankiem albo innym przedsiębiorcą świadczącym ogólnie rozumiane usługi finansowe oparty jest na głębokim zaufaniu. Klient banku zawierając na przykład umowę kredytu bankowego liczy z jednej strony na rzetelne poinformowanie go o wszystkich wynikających z tego obowiązkach, jak również o całkowitym koszcie kredytu (uwzględniającym wszystkie opłaty prowizje itp.), jak i o czynnikach wpływających na zakres jego zobowiązania, jeśli nie jest możliwe określenie jego wysokości już na etapie zawarcia umowy. Powstaje więc pytanie, czy samo wprowadzenie normatywnego obowiązku uczciwego postępowania wobec klienta nie jest chybione chociażby dlatego, że przepisy prawa cywilnego poszczególnych państw członkowskich zasadę tę i tak przewidują. Idąc dalej należy zapytać, czy obowiązek taki, mimo że jasno nie wyrażony, nie istniał przed uchwaleniem dyrektywy, a ściślej rzecz ujmując, przed jej implementacją w poszczególnych krajach członkowskich. Negatywna odpowiedź na to pytanie podważa w zasadzie sens, a nawet istnienie norm ogólnych, składających się na treść zobowiązania stron poza treścią umowy, takich jak zasady współżycia społecznego, co w świetle art. 56 k.c. jest wnioskiem oczywiście niedopuszczalnym. Z kolei odpowiedź pozytywna niejako dezawuuje cel art. 19 dyrektywy

7. Przedsiębiorstwo inwestycyjne ustanawia rejestr, który obejmuje dokument lub dokumenty uzgodnione między przedsiębiorstwem a klientem określające prawa i obowiązki stron, a także pozostałe warunki, na których przedsiębiorstwo świadczy usługi na rzecz klienta. Prawa i obowiązki stron kontraktu można ustalić przez odniesienie do innego rodzaju dokumentów lub tekstów prawnych.

8. Klient otrzymuje od przedsiębiorstwa inwestycyjnego odnośne sprawozdania w sprawie usług świadczonych klientowi. W miarę potrzeb, sprawozdania te obejmują koszty związane z transakcjami i usługami wykonywanymi w imieniu klienta.

9. W przypadkach gdy usługę inwestycyjną oferuje się jako część produktu finansowego, który podlega już innym przepisom prawodawstwa wspólnotowego lub wspólnym europejskim normom dotyczącym instytucji kredytowych i kredytów konsumenckich w odniesieniu do oceny ryzyka klientów i/lub wymogom powiadamiania, usługa ta nie podlega dodatkowo zobowiązaniom wymienionym w tym artykule.

10. W celu zapewnienia niezbędnej ochrony interesów inwestorów oraz jednolitego stosowania ust. 1–8, stanowiąc zgodnie z procedurą określoną w art. 64 ust. 2, Komisja przyjmuje środki wykonawcze w celu zapewnienia, że świadcząc usługi inwestycyjne lub dodatkowe na rzecz klientów, przedsiębiorstwa inwestycyjne wypełniają zasady w nim określone. Te środki wykonawcze uwzględniają:

- a) charakter oferowanych lub świadczonych na rzecz klienta lub potencjalnego klienta usług(-i) z uwzględnieniem rodzaju, celu, wielkości i częstotliwości transakcji;*
- b) charakter oferowanych lub branych pod uwagę instrumentów finansowych;*
- c) detaliczny lub branżowy charakter klienta lub potencjalnych klientów.*

MIFID, który powinien być potraktowany, jako delikatne *superfluum* prawodawcy wspólnotowego, który jako krok milowy w prawie rynku kapitałowego potraktował sprecyzowanie oczywistych zdawałoby się obowiązków, których ujęcie normatywne nie powinno być nawet potrzebne.

Po drugie, ujęcie opisanych w art. 19 obowiązków informacyjnych jest stosunkowo ogólne. Nie jest to bynajmniej zarzut, gdyż dzięki temu mają one zastosowanie do wszystkich instrumentów finansowych, które stanowią przecież grupę bardzo zróżnicowaną, występującą na tak odmiennych z natury swojej polach, jak rynek giełdowy z jednej i rynek umów bilateralnych z drugiej strony.

Nie chcąc powtarzać treści przywołanego przepisu, stwierdzić można, że do najważniejszych obowiązków informacyjnych należą przekazanie rzetelnych informacji o samej firmie inwestycyjnej oraz naturze oferowanych przez nią instrumentów finansowych, ich celu oraz sposobie wykorzystania oraz wiążących się z nimi kosztami i ryzyku.

W tym miejscu należy rozstrzygnąć również problem, czy oferowanie nabycia instrumentów finansowych samo w sobie wiąże się ze świadczeniem usług doradztwa inwestycyjnego. Odpowiedź negatywna na to pytanie rodzić będzie skutek w postaci przyjęcia, że obowiązek informacyjny ogranicza się do norm i treści zawartych w art. 19 dyrektywy *MIFID*. Z kolei odpowiedź pozytywna pozwoli uznać, że treść zobowiązania firmy inwestycyjnej jest w tym zakresie zdecydowanie szersza i uwzględnia również znacznie większy nacisk na postępowanie firmy inwestycyjnej już na etapie wyboru instrumentów finansowych, które zaoferuje klientowi, ich adekwatności z punktu widzenia sytuacji gospodarczej klienta i ogólnego obowiązku działania w jego interesie.

Definicję doradztwa inwestycyjnego zawiera art. 4 ust. 1 pkt 4 dyrektywy *MIFID*. Zgodnie z tym przepisem doradztwo inwestycyjne jest świadczeniem na rzecz klienta usług osobistego polecenia, czy to na jego prośbę, czy z inicjatywy przedsiębiorstwa inwestycyjnego w odniesieniu do jednej lub większej liczby transakcji dotyczących instrumentów finansowych. Art. 19 ust. 4 stanowi, że świadcząc usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania pakietem akcji, przedsiębiorstwo inwestycyjne uzyskuje niezbędne informacje dotyczące wiedzy i doświadczenia klientów lub potencjalnych klientów w dziedzinie inwestycji odpowiedniej do określonego rodzaju produktu czy usługi, jego sytuacji finansowej oraz celów inwestycyjnych tak, aby przedsiębiorstwo mogło polecić klientowi lub potencjalnemu klientowi odpowiednie dla niego usługi inwestycyjne i instrumenty finansowe. Ewidentny nacisk położony jest więc na działanie dopasowane nie tylko do potrzeb, ale i świadomości finansowej klienta.

Problem ten został rozstrzygnięty przez Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej w wyroku z dnia 30 maja 2013 roku⁸⁴. W pkt 55 uzasadnienia czytamy, że art. 4 ust. 1 pkt 4 dyrektywy *MIFID* powinien być interpretowany w ten sposób, iż oferowanie klientowi umowy *swap* w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem wahań stóp procentowych produktu finansowego nabytego przez owego klienta stanowi usługę doradztwa inwestycyjnego zgodnie z definicją zawartą w tym przepisie, jeżeli polecenie odnoszące się do zawarcia tego rodzaju umowy *swap* jest skierowane do owego klienta jako inwestora, jest przedstawione jako odpowiednie dla owego klienta lub oparte na analizie jego indywidualnej sytuacji i nie jest wydane wyłącznie poprzez kanały dystrybucyjne lub przeznaczone dla ogółu społeczeństwa.

Trybunał Sprawiedliwości stanął zatem na stanowisku, że umowa o doradztwo inwestycyjne może zostać zawarta w sposób dorozumiany, niejako „przy okazji” zawierania umowy ramowej lub przy zawieraniu umowy będącej konkretnym już instrumentem finansowym, jeżeli instrument ten został przedstawiony klientowi jako odpowiedni dla niego lub został do niego skierowany po przeprowadzeniu indywidualnej analizy jego sytuacji, a polecenie zostało klientowi przekazane w sposób bezpośredni, nie zaś przez kanały ogólnodostępne.

Z wyrokiem Trybunał Sprawiedliwości należy się niewątpliwie zgodzić. W moim odczuciu potwierdza on utrwaloną od wieków zasadę, że klient działa w zaufaniu do banku albo innej potocznie rozumianej instytucji finansowej, która oferuje mu instrumenty, które zna lepiej od niego i który to klient nawet przy dołożeniu najwyższej staranności nie jest w stanie poznać struktury tych instrumentów lepiej od niej. Konsekwencją przyjęcia tego toku rozumowania będzie uznanie postanowień zawartych w umowach dotyczących instrumentów finansowych, które wyłączają działania banku, jako doradcy inwestycyjnego klienta, jako nieskutecznych.

Z bardzo ciekawą sytuacją zetknął się niemiecki Sąd Najwyższy, któremu przyszło oceniać postępowanie banku, który nie dochował obowiązków informacyjnych przy zawarciu umowy *swap*, co miało jednak miejsce przed implementacją dyrektywy *MIFID* do prawa niemieckiego. W głośnym już wyroku z 22 marca 2011 roku⁸⁵, *Bundestgerichtshof* uznał, że bank przed zawarciem umowy powinien:

a) odpytać klienta na okoliczność ryzyka inwestycyjnego, które jest w stanie podjąć – niezależnie od wykształcenia ekonomicznego klienta,

⁸⁴ Wyrok Trybunału (Izba Czwarta) z dnia 30 maja 2013 r. sygn. C-604/11 – Genil 48 i Comercial Hosteler de Grandes Vinos, Dz.U.UE.C.2013.225.16/1. Przedmiotem analizy Trybunału była umowa *swap*, co nie ma jednak większego znaczenia, gdyż kontekst jej zawarcia był analogiczny z okolicznościami zawierania umów opcyjnych.

⁸⁵ XI ZR 33/10, np. DGP z 22.03.2011, Rz z 24.03.2011, *the Economist* z 24.03.2011.

b) wyjaśnić ryzyko „produktu” – tak, by klient w zakresie tego „produktu” miał zasadniczo ten sam poziom wiedzy co bank,

c) uświadomić klientowi negatywną dla klienta, inicjalną wycenę „produktu” – gdyż taka wycena sama w sobie wskazuje na poważny konflikt interesów banku i klienta,

d) uświadomić klientowi konflikt interesów – jeżeli struktura ryzyka „produktu” jest przez bank celowo przesunięta na niekorzyść klienta.

Jak wskazuje M. Korpalski⁸⁶, Trybunał doszedł do tych wniosków z pominięciem przepisów dyrektywy *MIFID*. Wywiódł je natomiast z ogólnych przepisów prawa zobowiązań, a konkretnie z § 280 BGB⁸⁷ oraz z istniejących przed implementacją przepisów niemieckiej ustawy o obrocie papierami wartościowymi. Trybunał nie wiązał obowiązków informacyjnych banku ze statusem konsumenckim klienta. Prowadzenie działalności gospodarczej przez klienta nie miało wpływu na obowiązki informacyjne banku. Istotny dla istnienia obowiązków informacyjnych banku jest jedynie brak wystarczającej wiedzy klienta dla oceny ryzyk z transakcji na poziomie zasadniczo zbliżonym, w zakresie zawieranej transakcji, do wiedzy banku. Kwalifikacje zawodowe klienta nie mają zasadniczo znaczenia. Trybunał zwraca tu uwagę, że doświadczenie zawodowe klienta musiałoby właściwie dotyczyć przygotowywania i zawierania transakcji pochodnych tak, by klient niejako „od kuchni” posiadał wiedzę na temat skutków konkretnej, zawieranej transakcji porównywalną z wiedzą banku. Nawet ogólna wiedza na temat typu transakcji (tu: *swap* odsetkowy) nie byłaby więc wystarczająca.

Informacja o doświadczeniach klienta ma być szczegółowa i przekonująca. Przyjęcie, że klient był zorientowany w ryzykach wywoływanych przez transakcję tylko dlatego, że zawierał już wcześniej transakcje *swap* w innym banku jest nieuprawnione. Stanowisko trybunału koresponduje tu z wcześniejszymi wyrokami, z których wynika, że informacja o wiedzy klienta nie może być li tylko formalna, na użytek ewentualnego późniejszego procesu sądowego z klientem. Nie jest wystarczające dla spełnienia wymogu poinformowania klienta wzmiankowanie w prezentacji ryzyka negatywnej wyceny transakcji jako „teoretycz-

⁸⁶ <http://law24pl.blogspot.com/2011/12/bank-powinien-ryzyko-przedstawic-tak-by.html>
Opis uzasadnienia orzeczenia Trybunału przywołuję cytując i skracając nieco tekst autora.

⁸⁷ § 280 *Schadensersatz wegen Pflichtverletzung* [naprawienie szkody z obowiązku]

(1) *Verletzt der Schuldner eine Pflicht aus dem Schuldverhältnis, so kann der Gläubiger Ersatz des hierdurch entstehenden Schadens verlangen. Dies gilt nicht, wenn der Schuldner die Pflichtverletzung nicht zu vertreten hat.*

(2) *Schadensersatz wegen Verzögerung der Leistung kann der Gläubiger nur unter der zusätzlichen Voraussetzung des § 286 verlangen.*

(3) *Schadensersatz statt der Leistung kann der Gläubiger nur unter den zusätzlichen Voraussetzungen des § 281, des § 282 oder des § 283 verlangen.*

nie nieograniczonego” (*theoretisch unbegrenzt*). Prawidłowe byłoby wskazanie, że ryzyko negatywnej wyceny „może być realne i rujnujące” (*real und ruinös sein kann*). Informacje o ryzyku wywoływanym przez transakcję mają dotyczyć ich oceny na dzień zawarcia (*ex ante betrachtet*) i nie mogą być rozmyte przez sformułowania relatywizujące ryzyko czy bagatelizujące je przez odniesienia do własnych lub rynkowych prognoz. Stanowisko trybunału jest tu kontynuacją utrwalonej linii orzecniczej. Informacja o ryzykach powinna być pisemna precyzyjna, kompletna i uporządkowana (*schriftlich [...] zutreffend, vollständig und gedanklich geordnet* BGH: XI ZR 244/95). Z prezentacji powinno jednoznacznie wynikać, że przedstawiane ryzyka nie są jedynie teoretyzowaniem na temat danego typu transakcji, ale że dotyczą też konkretnej transakcji proponowanej przez bank (*dies auch für die [...] vermittelten Geschäfte gilt* – BGH: XI ZR 453/02). Ryzyko utraty całości inwestycji nie może w prezentacji być przeciwstawiane „optymalnym szansom zysku” (*erhebliche Gewinnmöglichkeiten*, jw.), zamiast rzetelnego wskazania, że transakcja „szanse zysku zbytnio ogranicza lub może nawet eliminuje” (*die Gewinnchance zu stark reduziert oder vielleicht sogar zunichte macht* jw.). Udostępnienie ogólnej broszury nie jest przy tym wystarczające (*reicht aber die bloße Überlassung der Broschüre [...] nicht aus* – BGH: XI ZR 259/03).

Dużo miejsca *Budestgerichtshof* poświęcił na wyjaśnienie konfliktu interesów, który miał miejsce w sprawie. Konflikt interesów polegał pokrótce na tym, że prawdopodobieństwo straty (jak i jej wysokość) dla klienta było na starcie większe niż dla banku.

Zasadniczo bank jako firma inwestycyjna jest zobowiązany do poinformowania klienta o konflikcie interesów, który w sytuacji występowania banku (innej firmy inwestycyjnej) w roli kontrahenta klienta, a więc drugiej strony umowy będącej pochodnym instrumentem finansowym istnieje zawsze⁸⁸.

Rzecz jasna, orzeczenie niemieckiego Trybunału Federalnego nie ma żadnej mocy wiążącej w Rzeczypospolitej Polskiej, stanowi jednak ciekawą i w mojej ocenie bardzo trafną wskazówkę interpretacyjną dotyczącą obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych nawet w oderwaniu od postanowień dyrektywy *MIFID*, która w moim odczuciu jedynie potwierdza w tym zakresie istniejący stan rzeczy.

Z tym ciekawym problemem zetknęły się również polskie sądy. Musiały odpowiedzieć na pytanie dotyczące istnienia określonych w dyrektywie *MIFID* obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych w czasie po upływie terminu

⁸⁸ **Za M. Korpalski**, *Bank powinien ryzyko przedstawić tak, by klient zrozumiał*, 28.12.2011, <http://law24pl.blogspot.com/2011/12/bank-powinien-ryzyko-przedstawic-tak-by.html>

implementacji tej Dyrektywy⁸⁹, ale przed jej dokonaniem⁹⁰. W tym czasie zostało zawartych wiele umów opcji z pominięciem tych obowiązków informacyjnych. Innymi słowy, w orzecznictwie polskim powstał problem możliwości stosowania w stosunkach między firmą inwestycją a jej klientem, a więc w stosunku horyzontalnym, przepisów nieimplementowanej dyrektywy. Możliwość czynienia tego w stosunkach wertykalnych, a więc na linii jednostka – podmiot publiczny nie jest kwestionowana i wielokrotnie znajdowała potwierdzenie w praktyce stosowania prawa europejskiego.

Oceniając stan faktyczny wpisujący się w przedstawione wyżej ramy Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 16 lutego 2012 roku⁹¹ stwierdził, że w *zakresie terminowych operacji finansowych [...], polegających na zawieraniu przez banki z kontrahentami terminowych umów opcyjnych, należy stosować zbliżony lub podobny przedkontraktowy standard informacyjny wynikający z postanowień dyrektywy MIFID, nawet jeżeli w chwili zawarcia umowy z bankiem dyrektywa ta nie była jeszcze implementowana do polskiego porządku prawnego*. O ile z fragmentami uzasadnienia wyroku można by polemizować⁹², to jednak jego teza jest bardzo jasna. Sąd Najwyższy przyjął, że mimo że dyrektywa wskutek braku implementacji w żaden sposób banku nie wiązała, to jednak jej postanowienia są tak ogólne i odwołują się do wartości tak oczywistych w usługach finansowych, że stanowią punkt odniesienia (wzorzec) dla banków dokonujących terminowych operacji finansowych. Sąd Najwyższy podtrzymał to stanowisko również w kolejnym wyroku⁹³. Na uwagę zasługuje również spostrzeżenie Sądu Apelacyjnego w Katowicach, który określone obowiązki informacyjne wyprowadza z tzw. kodeksu dobrej praktyki bankowej i ogólnych reguł rzetelnego obrotu kontraktowego uwzględniającego charakter zawieranej umowy⁹⁴.

⁸⁹ Termin ten minął w dniu 31 stycznia 2007 roku.

⁹⁰ Ustawa o zmianie Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U.09.165.1316) zawierającą implementację *MIFID* I, II i III, to jest dwóch dyrektyw i jednego Rozporządzenia, o których mowa była w Rozdziale I. Ustawa ta weszła w życie w dniu 21 października 2009 roku.

⁹¹ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 16 lutego 2012 roku IV CSK 225/11, OSNC 2012/9/105.

⁹² Sąd Najwyższy stwierdził, że standardy płynące z *MIFID* mają zastosowanie również do umów zawieranych przez banki, które nie prowadzą działalności maklerskiej (i ta właśnie analogia posłużyła za argument dla zastosowania obowiązków informacyjnych dla banków prowadzących działalność maklerską) w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Jest to stwierdzenie nad wyraz ryzykowne, bowiem dyrektywa *MIFID* sama wprost stanowi w swoim artykule 2, że do takich sytuacji nie ma zastosowania.

⁹³ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 09.11.2012 roku IV CSK 284/12, M. Pr. Bank. 2013/10/41.

⁹⁴ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 24 maja 2012 roku w sprawie V Ca 23/12, niepublikowany.

Bogatsze w tym zakresie jest orzecznictwo sądów powszechnych. Na uwagę zasługuje w szczególności szereg orzeczeń sądów upadłościowych⁹⁵ (rejonowych i okręgowych), którym przypadło zajmować się tymi sprawami ze względu na to, że wskutek wystawienia bankowych tytułów egzekucyjnych klienci banków zmuszeni byli występować z wnioskami o ogłoszenie upadłości, a możliwość wdnia się w spór merytoryczny z bankiem mieli dopiero na etapie składania sprzeciwu od listy wierzytelności. Sprawy te nie miały więc możliwości trafenienia choćby do sądów apelacyjnych, nie mówiąc już o Sądzie Najwyższym. Sądy te w wielu przypadkach uznawały możliwość powoływania się na postanowienia nieimplementowanej dyrektywy przy ocenie umów zawartych po upływie terminu jej implementacji.

Warto zwrócić uwagę na wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie⁹⁶, który stwierdził, że sam fakt braku implementacji dyrektywy nie zwalnia od oceny, jakie konkretnie obowiązki informacyjne ciążyły na banku (przyjmuje więc, że jakieś obowiązki informacyjne jednak istniały) i w jakim zakresie zostały one przez pozwany bank wypełnione. Nie bez znaczenia w tym zakresie jest, w ocenie Sądu Apelacyjnego, również okoliczność, iż w dokumentach dostępnych publicznie pozwany bank deklarował wdrażanie w swej działalności wymogów dyrektywy.

Odmienny pogląd prezentuje Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich, któremu przyszło rozstrzygać zdecydowanie więcej spraw opcyjnych, niż Sądowi Najwyższemu ze względu na powszechnie stosowane przez banki w umowach zapisy na ten Sąd. Zdaniem Sądu Polubownego nie tylko nie ma możliwości bezpośredniego powoływania się w stosunkach horyzontalnych na przepisy nieimplementowanej jeszcze dyrektywy nawet, jeśli w chwili zawierania danej umowy termin jej implementacji już minął⁹⁷, ale sama nieimplementowana dyrektywa nie stanowiła punktu odniesienia dla interpretacji prawa polskiego.

Wobec takich rozbieżności dotyczących podstawowego zagadnienia, jakim jest *de facto* miejsce dyrektyw w porządkach prawnych państw członkowskich, sięgnąć należy do orzecznictwa europejskiego. Zagadnienie to ze względu na częste przypadki niedotrzymywania przez państwa członkowskie terminów implementacji dyrektyw, wielokrotnie było przedmiotem orzekania Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (wcześniej ETS). Jednym z najwcześniejszych był wyrok w sprawie *M.H. Marshall* przeciwko *Southampton and South – West*

⁹⁵ Dla przykładu wskazać można postanowienie Sądu Rejonowego w Katowicach z dnia 19 grudnia 2012 roku w sprawie X GUz 15/12/12, niepublikowane.

⁹⁶ Wyrok SA w Warszawie z dnia 23 lipca 2012 roku w sprawie I ACa 1299/11, LEX nr 1283315.

⁹⁷ M.in. wyroki z dni: 25.04.2013 SP-M.27/B/09, 30.04.2013 SP-M. 12/A/10, oba niepublikowane.

*Hempshire Area Health Authority*⁹⁸. Jest on punktem wyjścia dla kolejnych orzeczeń Trybunału, który odmawia jednostkom powoływania się na dyrektywy w stosunkach horyzontalnych.

Stanowisko to zostało potwierdzone między innymi w sprawach: C-91/92 pomiędzy *Paola Daccini Dori a Recreb Srl*, C-80/86 przeciwko *Kolpinghuis Nijmegen BV*⁹⁹, C 372 – 374/85 pomiędzy *Ministere Public a Oscar Traen i inni*¹⁰⁰, C 221/88 pomiędzy *European Coal and Steel Community a Acciaierie e Ferriere Busseni SpA*¹⁰¹, czy wreszcie C-106/89 między *Marleasing SA a La Comercial Internacional de Alimentacion SA*¹⁰². W wyrokach tych Trybunał uznał, że sama dyrektywa nie może nakładać na jednostkę obowiązków, a wiąże jedynie każde państwa członkowskie, do którego jest skierowana.

W świetle powyższych orzeczeń nie ulega wątpliwości, że w stosunkach horyzontalnych strony nie mogą powoływać się na przepisy dyrektyw. Stwierdzenie to nie zamyka jednak drogi do sięgania do dyrektywy *MIFID* w sprawach opcyjnych z dwóch przyczyn.

Po pierwsze, pogląd taki ma oparcie choćby w wyroku z dnia 5 października 2004 r. w połączonych sprawach C-397 – 403/01 – Bernard Pfeiffer i inni przeciwko *Deutsches Rotes Kreuz, Kreisverband Waldshut eV*.¹⁰³ Trybunał stwierdził, że sąd krajowy, który jest zobowiązany przy stosowaniu przepisów prawa krajowego przyjętych w celu transpozycji zobowiązań przewidzianych w dyrektywie brać pod uwagę całość norm prawa krajowego oraz interpretować je, w najszerszym możliwym zakresie, w świetle brzmienia i celu tej dyrektywy, aby osiągnąć rozwiązanie zgodne z celem przez nią wytyczonym. Oznacza to, że całość porządku prawnego winna być interpretowana w świetle dyrektywy *MIFID*. Sam zaś fakt, że państwo polskie nie dochowało terminu jej implementacji nie ma jednak znaczenia. W świetle postanowień dyrektywy winny być więc interpretowane wszystkie przepisy prawa powszechnie obowiązującego, również normy generalne odwołujące się do zasad współżycia społecznego, które mają przecież zastosowanie do elementarnych zasad uczciwości w obrocie gospodarczym.

Po drugie, zasygnalizować należy zagadnienie, czy bank wystawiając bankowy tytuł egzekucyjny działa rzeczywiście jako podmiot niepubliczny. Delegowanie kompetencji państwa na podmioty prywatne jest coraz powszechniejszą praktyką w większości państw członkowskich. Postawić więc należy pytanie, czy

⁹⁸ Opubl: OETS 2002, poz. 20.

⁹⁹ 1994, ECR I-3325.

¹⁰⁰ EUR-Lex – 61985J0372.

¹⁰¹ EUR-Lex – 61988C0221.

¹⁰² EUR-Lex – 61989J0106.

¹⁰³ EUR-Lex - 62001CC0397(01).

w takiej sytuacji bank nie powinien oceniać ważności swojego zobowiązania właśnie w świetle przepisów dyrektywy *MIFID*. Moim zdaniem odpowiedź na nie winna być pozytywna.

Mając powyższe na uwadze uznać należy za słuszne stanowisko wyrażone w tezie wyroku Sądu Najwyższego z dnia 16 lutego 2012 roku idące w ślad za wyrokiem niemieckiego *Bundestgerichtshof*, zgodnie z którym mimo iż dyrektywa *MIFID* nie została w czasie zawierania umów opcji jeszcze implementowana, prawo polskie winno być interpretowane w sposób możliwie najbliższy jej postanowieniom.

Powstaje jednak pytanie, czy na gruncie prawa polskiego powoływanie się na przepisy dyrektywy (bez znaczenia, czy implementowanej), jest w ogóle konieczne. Wszystkie te obowiązki, które dyrektywa *MIFID* jedynie powtarza, dadzą się bowiem wyprowadzić z przepisów kodeksu cywilnego. Warto w tym miejscu przytoczyć uwagi K. Zacharzewskiego, jakie poczynił pisząc o umowie o pośrednictwo giełdowe¹⁰⁴. Autor dużo uwagi poświęcił istocie zobowiązania firmy inwestycyjnej, która działać ma uczciwie, rzetelnie i w trosce o dobro klienta. Mimo, że praca K. Zacharzewskiego poświęcona jest głównie wariantowi, w którym firma inwestycyjna pełni rolę pośrednika, z pewnością można przenieść jego wnioski na grunt, w którym działa ona na swój rachunek. Jest to uzasadnione tym, że skoro takie obowiązki powstają już w sytuacji, gdy firma inwestycyjna działa na cudzy rachunek, to powinny one wystąpić i to ze wzmożoną siłą, gdy działa na rachunek własny.

Już z zawarciem umowy o oferowanie instrumentów finansowych wiążą się określone obowiązki firmy inwestycyjnej, do jakich należą w szczególności obowiązki unikania konfliktu interesów z klientem oraz kierowanie się interesem klienta¹⁰⁵. Niedopuszczalne jest również wprowadzanie klienta w błąd¹⁰⁶. Firma inwestycyjna powinna również poinformować swojego klienta o rozmiarze korzyści, jakie czerpie z zawarcia umowy na swój rachunek¹⁰⁷.

Zwrócić należy uwagę, że tak redakcja art. 19 dyrektywy *MIFID*, jak i § 9 ust. 9¹⁰⁸ będącego wynikiem jej implementacji rozporządzenia Ministra Finansów¹⁰⁹, każą przyjąć, że udzielenie informacji o ryzyku, naturze oferowanych instrumentów finansowych i całości związanych z nimi kosztów powinno

¹⁰⁴ K. Zacharzewski, *Umowa...*, s. 63-65, 115-116.

¹⁰⁵ *Ibidem*, s. 118.

¹⁰⁶ M. Romanowski, *Umowa o pośrednictwo...*, s. 173, A. Burzak, *Umowa o pośrednictwo* (I), PPH 1992/2, s. 19, K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 119.

¹⁰⁷ K. Zacharzewski, *op. cit.*, s. 119 – 121. oraz 122-125.

¹⁰⁸ Przepis ten odnosi się akurat do informacji o ryzyku, a inne obowiązki informacyjne zostały ujęte w innych przepisach.

¹⁰⁹ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych.

nastąpić przed zawarciem umowy. Jest to całkowicie logiczne, gdyż udzielenie tych informacji już po jej zawarciu najczęściej nie na wiele by się zdało, chyba że zostałyby dokonane po zawarciu umowy ramowej, z której jeszcze żadne obowiązki nie wynikają. Uznać więc należy, że samo udzielenie informacji nie jest elementem zobowiązania firmy inwestycyjnej z umowy będącej instrumentem finansowym, ani z umowy ramowej. Obowiązek ten jest czasowo umieszczony przed ich zawarciem.

Zadać na koniec należy banalne z pozoru pytanie o źródło tych obowiązków informacyjnych w obecnym stanie prawnym. Z jednej strony płyną one oczywiście na gruncie prawa polskiego z powołanego wyżej rozporządzenia, które interpretowane winno być w zgodzie z celem i założeniami u.o.i.f., która z kolei interpretowana winna być zgodnie z celami dyrektywy *MIFID*. Można więc w pewnym uproszczeniu nazwać je obowiązkami „ustawowymi” wynikającymi wprost z rozporządzenia wydanego na podstawie ustawowej delegacji¹¹⁰. Ich źródłem jest więc przepis prawa powszechnie obowiązującego.

Z drugiej strony, w świetle omówionego wyżej niedawnego wyroku Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej już samo oferowanie nabycia instrumentów finansowych¹¹¹ może zostać, przy spełnieniu wskazanych wyżej przesłanek, uznane za wykonywanie zawartej wcześniej w sposób dorozumiany umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego.

Uznając stanowisko Trybunału za trafne, trzeba zgodzić się, że nieudzielenie stosownych informacji przez firmę inwestycyjną przed zawarciem umowy ramowej lub w jej braku przed zawarciem umowy będącej już instrumentem finansowym mamy z jednej strony do czynienia z naruszeniem przepisu powszechnie obowiązującego, który nakłada obowiązek określonego zachowania w oderwaniu od jakiegokolwiek łączącej strony umowy. Z drugiej zaś strony, zajdzie rażące naruszenie zawartej w sposób dorozumiany umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego. Jest to sytuacja przewidziana w art. 443 k.c., zgodnie z którym okoliczność, że działanie lub zaniechanie, z którego szkoda wynikła, stanowiło niewykonanie lub nienależyte wykonanie zobowiązania, nie wyłącza roszczenia o naprawienie szkody z tytułu czynu niedozwolonego, chyba że z treści istniejącego uprzednio zobowiązania wynika co innego¹¹². Nic więc chyba nie stoi na prze-

¹¹⁰ Delegacja zawarta w art. 94 ust. 1 pkt 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

¹¹¹ nie można tego ograniczać jedynie do umowy o oferowanie instrumentów finansowych, ale z pewnością zasada ta odnosi się również do umowy o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

¹¹² *Vide* W. Dubis [w:] red. E. Gniewek, *K.C. Komentarz*, s. 788.

szkodzie, by polski sąd przyjął analogiczną, jak w prawie niemieckim, konstrukcję odszkodowania za szkodę wynikającą z naruszenia obowiązku, o której mowa w § 280 BGB.

5.2. Skutki naruszenia przedkontraktowych obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych

Problem skutków naruszenia przedkontraktowych obowiązków informacyjnych przez firmę inwestycyjną jest niezwykle interesujący i praktyczny. Jest on przedmiotem świeżego, ciekawego i niejednolitego orzecznictwa. Sprawy, które stały się przyczynkiem tych orzeczeń wyniknęły na gruncie tak zwanej „afery opcyjnej”, która wybuchła po tym, jak w 2008 roku banki zaczęły na szeroką skalę oferować swoim klientom zawieranie umów opcji zaniechując przy tym należytego poinformowania o naturze tych instrumentów finansowych, ryzyku z nimi związanym, jak i ewidentnej sprzeczności interesów między nimi, a klientami. Opcje w tym czasie oferowane zyskały miano „opcji toksycznych”¹¹³. Powstało więc pytanie, czy umowy opcji zawarte z naruszeniem tych obowiązków są w ogóle ważne¹¹⁴.

Rozważania w tej materii zacząć należy od stwierdzenia, że brak jest przepisu, który odnosząc się wprost do przedkontraktowych obowiązków informacyjnych, zawierałby sankcję ich naruszenia. Wszelkie uwagi w tej kwestii oparte więc muszą być o ogólne przepisy prawa¹¹⁵. Poszukiwanie sankcji naruszenia wyżej wskazanego obowiązku winno rozpocząć się od ustalenia listy sankcji,

¹¹³ Więcej na ich temat m.in. A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”)*, PPH 2009/7 s.4-10, P. Karkowski, *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*. Warszawa 2009.

¹¹⁴ Odpowiedzi negatywnej na tak zadane pytanie udzielił pośrednio Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 19 września 2013 roku w sprawie I CSK 651/12.

¹¹⁵ W znakomitej większości będzie to prawo zobowiązań, jednakże nie wolno pominąć wielu argumentów wynikających ze spraw karnych, w których przedstawicielom firm inwestycyjnych postawiono zarzut popełnienia przestępstwa doprowadzenia klienta do niekorzystnego rozporządzenia mieniem, o którym mowa w art. 286 k.k. Jako, że normy prawa karnego nie są przedmiotem niniejszej pracy, zaznaczyć jedynie należy, że pod pojęciem rozporządzenia na gruncie tego przepisu rozumie się również zaciągnięcie zobowiązania (E. Pływaczewski, E. Guzik-Makaruk [w:] *Kodeks Karny. Komentarz*, red. M. Filar, Warszawa 2012, s. 1246). Jak wskazuje L. Gardocki, *nakłonienie do zawarcia transakcji ryzykownej nie może być traktowane jako oszustwo, jeżeli kontrahent uświadamiał sobie istnienie ryzyka* co oznacza, że jeśli kontrahent sobie tego ryzyka nie uświadamiał, w szczególności na skutek świadomego złamania obowiązku poinformowania go o nim przez drugą stronę, nakłonienie do zawarcia takiej umowy może być uznane za oszustwo (L. Gardocki, *Prawo karne*, Warszawa 2004, s. 314).

które w ogóle mogą znaleźć zastosowanie. Najdalej idąca jest oczywiście sankcja bezwzględnej nieważności czynności prawnej¹¹⁶ (art. 58 § 1 k.c.). Innymi, mniej dotkliwymi sankcjami są wzruszalność czynności¹¹⁷ (art. 84-88 k.c.), bezskuteczność zawieszona¹¹⁸ (art. 18 § 1, art. 103 § 1, art. 520 k.c.) i bezskuteczność względna¹¹⁹ (59, 527, 916, 1024 k.c.). Wiele przepisów wiąże z naruszeniem ustawy inne jeszcze skutki, jak ograniczenia dowodowe przy formie pisemnej *ad probationem* (art. 74 k.c.)¹²⁰, czy skutki związane z naruszeniem formy pisemnej *ad evetnum* (art. 660 k.c.)¹²¹.

Jak słusznie wskazuje P. Księżak, *pojęcie ustawy w rozumieniu art. 58 k.c. należy rozumieć szeroko, w świetle przepisów Konstytucji określających powszechnie obowiązujące źródła prawa. Podstawą nieważności czynności prawnej jest zatem sprzeczność z Konstytucją, ratyfikowaną umową międzynarodową, ustawą oraz – w granicach upoważnienia ustawowego – rozporządzeniem i aktem prawa miejscowego*¹²². Przyjęcie, że sprzeczność czynności prawnej również z rozporządzeniem wydanym na podstawie ustawowej delegacji skutkuje jej nieważnością prowadzić by mogło do prostego stwierdzenia, że umowa opcji (lub umowa ramowa o oferowanie instrumentów finansowych) zawarta przy niedopełnieniu obowiązków informacyjnych firmy inwestycyjnej jest nieważna. Rozwiązanie tego problemu nie jest jednak takie proste. Zwrócić bowiem należy uwagę, że o ile postępowanie firmy inwestycyjnej będzie oczywiście sprzeczne z prawem, to nie odnosi się ono jednak bezpośrednio do treści samej umowy opcji lub umowy ramowej, a jest popełnione „na przedpolu” jej zawarcia. Treść samej umowy (przynajmniej w tym zakresie) nie będzie więc sprzeczna z przepisem prawa. Powstaje więc konstrukcyjne pytanie, czy naruszenie prawa w takiej fazie kontraktowania może skutkować nieważnością zawartej następnie umowy.

¹¹⁶ J. Preussner – Zamorska, *op. cit.*; M. Gutowski, *Nieważność czynności prawnej*, Warszawa 2012, s. 369 i n.

¹¹⁷ B. Lewaszkiewicz – Petrykowska, *Wady oświadczeń woli*, Warszawa 1973, s. 18; M. Gutowski, *Wzruszalność czynności prawnej*, Warszawa 2010; tenże, *Bezskuteczność...*, s. 426 i n.

¹¹⁸ M. Gutowski, *Bezskuteczność...*, s. 175 in.

¹¹⁹ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 47 i n.

¹²⁰ Z. Radwański, *SPP* t. II, s. 138 i n.; A. Jedliński [w:] *K.C. Komentarz*, (red.) A. Kidyba, t. I, s. 476 i n.; M. Krajewski, *Zmiany regulacji formy czynności prawnych*, PPH 2003/7, s. 4-12; K. J. Matuszczyk, *Forma czynności prawnych w stosunkach między przedsiębiorcami*, PPH 2004/9, s. 48 i n.

¹²¹ Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 143 i n.

¹²² P. Księżak, *op. cit.*, s. 586; tak też m.in. Z. Radwański, *SPP* t. II, s. 225. Na odmiennym stanowisku stanął jednak Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 27.02.1997 r. III KKN 47/96, LEX nr 50569.

5.3. Nieważność umowy jako następstwo naruszenia obowiązków informacyjnych

Na pytanie, czy skutkiem naruszenia przedkontraktowych obowiązków informacyjnych jest nieważność umowy można teoretycznie udzielić trzech odpowiedzi. Po pierwsze, przyjąć można, że związek między naruszeniem prawa na etapie przedkontraktowym a zawarciem umowy jest tak silny, że skutki tegoż rozciągną się na tę umowę. Druga możliwość polega na przyjęciu, że umowa jest ważna, ale może zostać wzruszona wskutek uchylenia się od skutków oświadczenia woli na podstawie błędu¹²³, podstęp¹²⁴ lub wyzysku¹²⁵. Trzecia z możliwych odpowiedzi uznaje, że naruszenie prawa na etapie przedkontraktowym nie ma znaczenia dla ważności i skuteczności czynności prawnej, może być jednak podstawą wystąpienia z roszczeniami odszkodowawczymi. W dalszej części wywodu postaram się wskazać prawidłową moim zdaniem odpowiedź.

Punktem wyjścia winna być ocena samego zaniechania przez firmę inwestycyjną udzielania rzetelnej informacji, o których mowa tak w art. 19 dyrektywy MIFID jak i w przytoczonym wyżej rozporządzeniu. Zważywszy, że z jednej strony obowiązek ten odwołuje się do podstawowych zasad uczciwości, z drugiej strony został skodyfikowany a z trzeciej strony nałożony jest na przedsiębiorcę, od którego wymaga się szczególnych kwalifikacji i staranności odpowiedniej dla stosunków tego rodzaju, należy przyjąć, że jego naruszenie jest deliktem¹²⁶. Czynem niedozwolonym jest przecież nie tylko zachowanie sprzeczne z przepisem prawa pozytywnego, ale również z zasadami współżycia społecznego¹²⁷.

Prawu polskiemu znane są delikty¹²⁸ na etapie przedkontraktowym, określane zbiorczo mianem *culpa in contrahendo*¹²⁹. Nie powinno się ich ograniczać

¹²³ Vide B. Fuchs, *Culpa in contrahendo a obowiązek ujawnienia informacji na etapie przedkontraktowym*, [w:] *Instytucje prawa handlowego...*, s. 308-309.

¹²⁴ Vide B. Lewaszkiewicz – Petrykowska, która uważa, że nawet przemilczenie może stanowić podstęp, o ile obowiązek udzielenia informacji wynikał z ustawy, umowy lub zasad współżycia społecznego, a obowiązkowi temu uchybiono celowo, *Wady...*, s. 144.

¹²⁵ Vide B. Lewaszkiewicz – Petrykowska, *Wady...*, s. 180 i n.

¹²⁶ O pojęciu deliktu m.in. W. Czachórski, *Zobowiązania. Zarys Wykładu*, Warszawa 2004, s. 205.

¹²⁷ B. Lewaszkiewicz- Petrykowska, *K.C. Komentarz*, (red.) M. Pyziak – Szafnicka, s. 912.

¹²⁸ obecnie powszechnie przyjmuje się deliktowy charakter culpae in contrahendo. Niemniej, co warto podkreślić, w starszej literaturze niemieckiej znajdującej się pod wpływem Iheringa uznawano, że ma ona charakter odpowiedzialności kontraktowej. Vide J. Górski, *Przygotowanie umowy w świetle kodeksu zobowiązań*, Poznań 1938, s. 82 i n.

¹²⁹ Z. Radwański, [w:] Z. Radwański (red.), *System Prawa Cywilnego*, Wrocław, Warszawa, Kraków Gdańsk, Łódź, 1981, s. 406-407 K. Kopaczynska – Piecunia, *K.C. Komentarz*, (red.) K. Kidyba, t. I, s. 461 i n.; J. Tropaczynska, *Umowa o negocjacje zawarta w formie listu intencyjnego a odpowiedzialność z tytułu culpae in contrahendo*, PPH 1996/2.

do sytuacji przewidzianej w art. 72 § 2 k.c.¹³⁰. Przepis ten stanowi jej najczystsza postać, jednak nie wyczerpuje jej zawartości¹³¹. Świadczy o tym z jednej strony dopuszczalność posługiwania się *per analogiam* normą art. 72 § 2 k.c. również przy innych, niż negocjacje trybach zawierania umów, chociaż M. Pyziak – Szafnicka uważa, że jest to możliwe z teoretycznego bardziej, niż z praktycznego punktu widzenia¹³². Autorka ta wyklucza jednak możliwość powołania się na ten przepis (to jest na najczystsza postać *culpae in contrahendo*) w sytuacji, gdy mimo dopuszczenia się deliktu przez jedną z kontraktujących stron doszło jednak do zawarcia umowy. Jako uzasadnienie wskazuje głównie wykładnię językową sformułowania *naprawienie szkody, jaką druga strona poniosła przez to, że liczyła na zawarcie umowy*¹³³. Na tym stanowisku stanęła również B. Fuchs¹³⁴.

Wydaje się, że stanowisko to¹³⁵ można w pewnych sytuacjach poddać w wątpliwość. Strona zawiera bowiem umowę w celu osiągnięcia konkretnego celu gospodarczego. Wskutek popełnionego przez kontrahenta deliktu przedkontraktowego odnoszącego się właśnie do obowiązków informacyjnych, strona ta zawiera umowę, która w rzeczywistości odniesie skutek inny od zamierzonego. Strona chciała zawrzeć umowę, która pełnić miała inną funkcję gospodarczą. Liczyła więc na zawarcie *de facto* innej od zawartej umowy, co może przecież prowadzić do powstania szkody. Mocniejsze są argumenty odnoszące się do innych, bardziej zdawałoby się adekwatnych w takiej sytuacji przypadków, a regulujące choćby błędy oświadczenia woli. Uznać więc można za omawianą autorką, że dopuszczenie się zawinionego czynu niedozwolonego na etapie przedkontraktowym stanowi *culpa in contrahendo* w znaczeniu szerszym, niż wskazany tylko w art. 72 § 2 k.c., który jest tylko jednym z instrumentów prawnych służących poszkodowanemu. Jako przykłady wskazuje między innymi wyzysk (art. 387 k.c.) i działanie bez umocowania (art. 39, 103 k.c.). Jasne jest jednak, że wystąpienie tych okoliczności nie prowadzi samo w sobie do uznania czynności prawnej za nieważną.

W związku z powyższym uznać należy, że dopuszczenie się deliktu, a więc zawinionego działania sprzecznego z prawem na etapie przedkontraktowym nie

¹³⁰ P. Sobolewski, *Culpa in contrahendo – odpowiedzialność kontraktowa czy deliktowa*, PPH 2005/4, P. Granecki, *Culpa in contrahendo*, PPH 2001/3, s. 16, M. Pyziak – Szafnicka (red.), *K.C., Komentarz*, s. 803.

¹³¹ M. Pyziak – Szafnicka, *op. cit.*, s. 803.

¹³² *Ibidem*, s. 801-802.

¹³³ *Ibidem*, s. 802.

¹³⁴ B. Fuchs, *op. cit.*, s. 304.

¹³⁵ o ile rozumie je jako odmówienie zasadności powoływania się na delikt przedkontraktowy w ogóle, o ile doszło do zawarcia umowy, a nie jako wykluczenie powoływania się w przypadku późniejszego zawarcia umowy jedynie na wskazany przepis przy jednoczesnej aprobacie dla dochodzenia roszczeń odszkodowawczych na innych podstawach.

będzie automatycznie rozciągać się na zawartą później umowę. Nie można więc na tej podstawie uznać jej za nieważną, co nie wyłącza oczywiście możliwości żądania odszkodowania. Jak trafnie zwraca uwagę B. Fuchs *problem ujawniania informacji na etapie przedkontraktowym z pewnością wymaga interwencji ustawodawcy [...] pewne jest natomiast to, że regulacja art. 72 § 2 k.c. nie wystarcza i nie daje należytej ochrony podmiotowi, który nie posiadając istotnych informacji podejmuje decyzję o zawarciu umowy [...]*¹³⁶.

Poszukiwanie sankcji deliktu przedkontraktowego iść więc może od tego momentu w dwóch kierunkach. Pierwszym jest próba doszukania się przyczyny nieważności w sprzeczności tak zawartej umowy z zasadami współżycia społecznego¹³⁷. Drugim jest poszukiwanie ochrony prawnej klienta firmy inwestycyjnej w wadach oświadczenia woli, które wiążą się ze wzruszalnością czynności prawnej. Za B. Lewaszkiewicz – Petrykowską za wadę oświadczenia woli uznają również wyzysk¹³⁸. Zwrócić należy uwagę, że skoro mowa o zawinionym niepoinformowaniu klienta o okolicznościach mających oczywisty wpływ na decyzję o zawarciu umowy, wykluczyć można z błęd (art. 84 k.c.), a skupić się ewentualnie na podstawie (art. 86 k.c.) i wyzysku (art. 387 k.c.). Pozostałe wady oświadczeń woli, to jest stan wyłączający świadomość (art. 82 k.c.), pozorność (art. 83 k.c.), zniekształcenie przez posłańca (art. 85 k.c.) i groźba (art. 87 k.c.) są w ogóle nieadekwatne do omawianej kwestii¹³⁹.

Zastanówić się więc trzeba nad relacją sprzeczności z zasadami współżycia społecznego z podstępem i wyzyskiem. Nie ulega bowiem wątpliwości, że ocena zarówno podstępu, jak i wyzysku z punktu widzenia zasad współżycia społecznego jest negatywna, jednak sankcja przewidziana przez kodeks cywilny jest w tych ostatnich przypadkach łagodniejsza.

Zdaniem A. Ohanowicza mamy w tej sytuacji zbieg norm polegający na kumulatywnym stosowaniu norm dotyczących obu wypadków¹⁴⁰. Przeciwnego zdanie jest między innymi A. Szpunar¹⁴¹, który dostrzega odmienną funkcję sankcji nieważności bezwzględnej i wzruszalności czynności prawnej. Podobne stanowisko zajęła również E. Łętowska, która uznała, że *wystąpienie przesłanek nieważności bezwzględnej, działającej niejako automatycznie, wyklucza możliwość powstania*

¹³⁶ *Ibidem*, s. 314.

¹³⁷ Tak np. Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich w niepublikowanym wyroku z dnia 7 listopada 2013 roku w sprawie SP-M-2/B/12.

¹³⁸ B. Lewaszkiewicz – Petrykowska, *Wady...*, s. 188.

¹³⁹ Por. T. Sójka, *Obowiązki...*, s. 149 i n.

¹⁴⁰ A. Ohanowicz, *Zbieg norm w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1963, s. 66-71.

¹⁴¹ A. Szpunar, *Recenzja pracy A. Ohanowicza „Zbieg norm w polskim prawie cywilnym”*, NP. 1964/5 s. 529.

*konsekwencji prawnych związanych z istnieniem jakiegoś węzła prawnego*¹⁴². Autorka daje więc zdecydowanie pierwszeństwo sankcji nieważności bezwzględnej, podobnie, jak wyżej cytowany P. Księżak¹⁴³.

Zwrócić należy jednak uwagę, że nawet przy negatywnej ocenie czynności prawnej z zasadami współżycia społecznego, nie zawsze znajdzie zastosowanie sankcja nieważności bezwzględnej¹⁴⁴. Jako przykłady P. Księżak podaje sprzedaż rzeczy cudzej (art. 169 w zw. z art. 556 § 2 k.c.), działanie z pokrzywdzeniem wierzyciela (art. 527 i n. k.c.). Z drugiej strony, wskazuje jednak, że *natężenie czynników branych pod uwagę przez ustawodawcę może niekiedy skutkować nieważnością czynności*, a będzie tak na przykład w wypadku rażącego naruszenia równości kontraktowej mimo odrębnej regulacji wyzysku¹⁴⁵.

Oznacza to, że instytucje pozwalające na wzruszenie czynności prawnej, jak uchylenie się od skutków oświadczenia woli złożonego wskutek podstępny lub wyzysku znajdują zastosowanie przy niższym stopniu bezprawności w rozumieniu prawa cywilnego, niż sprzeczność z zasadami współżycia społecznego. Nie jest bowiem tak, że art. 58 § 2 k.c. jest normą ogólną, wykluczaną przez normy szczególne i znajdującą zastosowania tylko w sytuacjach nieobjętych ich hipotezami¹⁴⁶. Pogląd taki byłby nielogiczny, gdyż prowadziłby do faktycznego osłabienia pozycji osoby podstępnie oszukanej lub wyzyskanej, a nie ulega wątpliwości, że intencją ustawodawcy było w tym przypadku nie osłabienie ich pozycji, lecz wzmocnienie jej poprzez przyznanie słabszego instrumentu dopiero w sytuacji, gdy silniejszy nie może znaleźć zastosowania.

Jaka więc będzie sankcja naruszenia przedkontraktowych obowiązków informacyjnych przez firmę inwestycyjną w sytuacji, gdy zawsze będzie to czynnością sprzeczną z prawem, a w określonych przez Trybunał Sprawiedliwości w powołanym wcześniej wyroku przypadkach, również z umową o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego, czego konsekwencją będzie zawarcie umowy opcji lub umowy o oferowanie instrumentów finansowych? Wydaje się, że nasilenie bezprawia jest w tym przypadku tak istotne, że z pewnością zachowanie firmy inwestycyjnej zawierającej umowę z klientem wcześniej wprowadzonym podstępnie w błąd jest sprzeczne z zasadami współżycia społecznego, a czego konsekwencją będzie nieważność tak zawartej umowy.

Zaznaczyć trzeba, że w przeciwieństwie do analizowanego wcześniej deliktu popełnionego „na przedpolu” kontraktowania, który nie czynił zawartej następ-

¹⁴² E. Łętowska, *SPP*, t. I, s. 566.

¹⁴³ P. Księżak, *op. cit.*, s. 576.

¹⁴⁴ *Ibidem*, s. 594.

¹⁴⁵ *Ibidem*, s. 594-594.

¹⁴⁶ *Ibidem*, s. 576.

nie umowy automatycznie nieważną, sankcja nieważności bezwzględnej wystąpi w tym przypadku, gdyż samo zawarcie takiej umowy jest sprzeczne z zasadami współżycia społecznego.

Konsekwencją tego poglądu jest, wobec wykluczenia przez sankcję nieważności pozostałych sankcji cywilnych, że nie ma potrzeby poddawania ich bliższej analizie w odniesieniu do umów opcji zawieranych w analizowanych w tym podrozdziale okolicznościach.

5.4. Roszczenia klienta firmy inwestycyjnej w związku z nieważnością umowy opcji

Wyżej przyjęto pogląd, że naruszenie przedkontraktowych obowiązków informacyjnych skutkować będzie nieważnością umowy opcji. Stwierdzenie jej nieważności wiąże się z określonymi konsekwencjami prawnymi w relacjach klienta z firmą inwestycyjną. Zastanowić się w związku z tym trzeba, jakie roszczenia przysługiwać będą klientowi względem firmy inwestycyjnej wskutek uznania, że umowa jest bezwzględnie nieważna. Wydaje się, że będziemy tu mieli do czynienia z trzema podstawami roszczeń. Pierwszym roszczeniem jest żądanie zwrotu nienależnego świadczenia (art. 410 k.c.)¹⁴⁷, jakie klient spełnił na rzecz firmy inwestycyjnej. Będzie to się odnosiło zarówno do żądania zwrotu wszystkich świadczeń okoloopcyjnych jak prowizje, opłaty manipulacyjne itp., do zwrotu zapłaconej premii opcyjnej, jak i świadczenia wynikającego z wykonania prawa opcji przez firmę inwestycyjną (oczywiście w odniesieniu do jednej opcji świadczenie drugie wyklucza świadczenie trzecie, pierwsze bowiem spełnia opcjodawca, drugie zaś opcjodawca).

Drugim roszczeniem przysługującym klientowi będzie roszczenie deliktowe (art. 415 k.c.) w przypadku, gdy na skutek zawarcia umowy klient poniósł inną szkodę. Szkada ta oczywiście musi pozostawać w adekwatnym związku przyczynowym z samym zawarciem umowy opcji. Art. 415 k.c. stanowi ogólną podstawę odpowiedzialności z czynów niedozwolonych.

Na podstawie art. 443 k.c. w tej ostatniej sytuacji, klientowi przysługiwało będzie również roszczenie kontraktowe, jako że poniósł szkodę w wyniku naruszenia przez firmę inwestycyjną zobowiązania do działania w interesie klienta, które to zobowiązanie wynika z dorozumianej umowy o oferowanie instrumentów finansowych.

Należy się zastanowić, czy analogiczne, co przysługujące klientowi, roszczenie o zwrot nienależnego świadczenia przysługiwać będzie firmie inwestycyjnej, jeśli pomimo jej postępowania, klient odniósł jednak jej kosztem zysk. Nie trudno

¹⁴⁷ O nienależnym świadczeniu *vide* E. Łętowska, *Bezpodstawne wzbogacenie*, Warszawa 2000.

bowiem wyobrazić sobie sytuację, że klient niepoinformowany celowo o znacznym ryzyku inwestycji zyska na zawarciu z firmą inwestycyjną umowy opcji, a firma ta poniesie w związku z tym stratę. Wszakże późniejszy poziom instrumentu bazowego jest całkowicie niezależny od tego, czy klient został należycie poinformowany, czy też nie. Jakkolwiek nie ma konstrukcyjnych ku temu przeciwwskazań, to wystąpienie z takim roszczeniem byłoby jednak moim zdaniem sprzeczne z zasadami współżycia społecznego, jako dążenie do osiągnięcia korzyści z własnego bezprawia¹⁴⁸.

6. Forma umowy opcji

Rozważania na temat formy umowy opcji należy zacząć od jasnego stwierdzenia, że nie ma przepisu prawa powszechnie obowiązującego, który odnosiłby się wprost do tego zagadnienia. Nie ulega jednak wątpliwości, że kwestia formy umowy opcji nie jest prawnie indyferentna i podlegać będzie ogólnym regułom prawa cywilnego. Zanim przedstawię jednak swoje stanowisko w tej kwestii, zaprezentuję ciekawsze z poglądów występujących w literaturze przedmiotu.

Bardzo ciekawe wydaje się stanowisko M. Krajewskiego¹⁴⁹. Jest ono, co oczywiste, pochodną poglądów autora co do istoty opcji, które, w uproszczeniu, przedstawiają się następująco. Stosunek opcji ma charakter umowny. Rodzi prawo opcyjne, którego treścią jest roszczenie do opcjodawcy o wystawienie oferty, którą opcjobiorca następnie przyjmuje. Autor dostrzega wielkie podobieństwo umowy opcji z jednostronnie zobowiązującą umową przedwstępną i dopuszcza nawet, na jej wzór, podwójny skutek umowy opcji, zależny właśnie od formy, w jakiej została zawarta¹⁵⁰.

Zdaniem tego autora, skoro zatem opcja rodzi roszczenie o wystawienie oferty, logiczną tego konsekwencją jest, że owa oferta musi zostać wystawiona w formie wymaganej dla umowy głównej¹⁵¹. Sporne natomiast dla M. Krajewskiego jest to, w jakiej formie musi zostać zawarta sama umowa opcji. Dlatego przedstawia trzy możliwe warianty odpowiedzi na to pytanie.

Pierwszy, w którym *zawarcie umowy opcji nie jest ograniczone żadnymi wymaganiami formalnymi*, co prowadzi do wniosku, że *nawet do złożenia oferty zawarcia umowy sprzedaży nieruchomości można się zobowiązać w zwykłej formie pisemnej*¹⁵².

¹⁴⁸ w ostateczności rozważyć można również zastosowanie w tej sytuacji art. 5 k.c.

¹⁴⁹ M. Krajewski, *Konstrukcja...*, s. 595 i n.

¹⁵⁰ *Ibidem*.

¹⁵¹ *Ibidem.*, s. 608.

¹⁵² *Ibidem*.

Wariant drugi stwarza pod rygorem nieważności obowiązek zawarcia umowy opcji w formie odpowiedniej dla jej wykonania, przez co rozumie złożenie oferty zawarcia umowy definitywnej. Rzecz jasna, jest to pewnym uproszczeniem, które nie obejmuje innych od nieważności skutków niedochowania formy.

Trzecia możliwość tworzy podstawę do analogicznego stosowania przepisów o umowie przedwstępnej, co oznacza dopuszczenie wywoływania skutku słabszego bądź silniejszego, zależnie od tego, czy umowa opcji została zawarta w formie przewidzianej dla umowy głównej.

Jako przyczynę odrzucenia pierwszych dwóch poglądów autor ten podaje kolejno możliwość obejścia przepisów o formie i zbyt słabą moc argumentu porównawczego, że w większości porządków prawnych obowiązuje tożsamość form czynności zobowiązującej i czynności będącej przedmiotem zobowiązania.

Za przyjęciem trzeciego rozwiązania przemawiają, zdaniem omawianego autora, analogiczne do umowy przedwstępnej względy natury funkcjonalnej. M. Krajewski pisze, że *nikt nie powinien być zmuszany do złożenia oświadczenia woli w formie szczególnej, jeżeli wcześniej nie zobowiązał się do tego w tej właśnie formie. Jeżeli jednak zobowiązanie zostało zaciągnięte nieformalnie, ten, kto je zaciąga, powinien przynajmniej wynagrodzić to, co druga strona straciła działając w zaufaniu do jego oświadczenia*¹⁵³.

Nie jest chyba do końca jasne, na czym według M. Krajewskiego polegać by miało w takim kontekście nieformalne zaciągnięcie zobowiązania. Autor ten proponuje analogiczne stosowanie przepisów o umowie przedwstępnej. Czy w takim razie nieformalnym można nazwać zaciągnięcie zobowiązania do sprzedaży nieruchomości, wyrażone w formie pisemnej z podpisem notarialnie poświadczonym? Fakt, że taka umowa przedwstępna wywoła skutek słabszy, wynika przecież właśnie z ustawy, strony całkowicie formalnie wywołały określone konsekwencje rodzące konkretne roszczenia. Wydaje się więc, że nazwanie takiej sytuacji nieformalnym zaciągnięciem zobowiązania nie jest trafne.

Autorem innej koncepcji, dotyczącej formy umowy opcji jest M. Gutowski¹⁵⁴, który znaczną część swoich wywodów oparł jednak na treści uchylonego następnie art. 75 k.c., który przewidywał dla celów dowodowych formę pisemną dla czynności zobowiązującej do rozporządzenia lub rozporządzającej prawem, którego wartość przekracza dwa tysiące złotych. Autor, uznając prawnokształtujący charakter prawa opcyjnego, konsekwentnie doszedł do wniosku, że przepis ten nie miał zastosowania do umowy opcji, która przewiduje świadczenia stron większe niż wymieniona kwota, z tego względu, że umowa opcji nie ma w jego koncepcji charakteru zobowiązującego ani rozporządzającego, lecz upoważniający.

¹⁵³ *Ibidem*, s. 610.

¹⁵⁴ M. Gutowski, *Umowa...*, s. 228-233.

Zwrócić należy uwagę, że w przyjętym przez M. Gutowskiego modelu opcji dochodzi do dwóch oświadczeń woli przy zawarciu umowy opcji i jednego w celu jej wykonania. Każde z tych oświadczeń z poniższych względów podlega innym rygorom formalnym.

Niezwykle ważne dla późniejszych wniosków omawianego autora jest stwierdzenie, że *w stosunku opcji oświadczenia woli stron, które konstytuują umowę główną, składane są w różnym czasie. Oświadczenie woli opcjodawcy zawarte jest już w treści umowy opcji. Opcjobiorca natomiast składa swoje oświadczenie woli dopiero w momencie wykonania opcji*¹⁵⁵. W każdej umowie oświadczenia woli stron powinny podlegać indywidualnej ocenie formalnej, bez względu na okres dzielący ich złożenie. W zdecydowanej większości przypadków oświadczenia woli stron umowy powinny być złożone w tej samej formie, ale wyjątkiem jest choćby umowa darowizny, która tylko dla oświadczenia darczyńcy przewiduje formę aktu notarialnego¹⁵⁶.

M. Gutowski zwraca uwagę, że w takim razie, mimo braku wymagań formalnych co do samej umowy opcji, oświadczenie opcjodawcy powinno zostać złożone w formie odpowiedniej dla umowy głównej. Jest ono bowiem również jednym z dwu oświadczeń woli tworzących przyszłą umowę. Logicznym wnioskiem było uznanie obowiązku zachowania formy umowy głównej w oświadczeniu opcjobiorcy o wykonaniu prawa opcji¹⁵⁷.

Zwrócić należy uwagę, że poglądy obu omawianych autorów nie są odmienne dlatego, że inaczej rozwiązyali jeden problem, ale dlatego, że poddali analizie dwie różne konstrukcje. Rozważania M. Krajewskiego oparte są na podobieństwie ujmowanej przez niego umowy opcji z umową przedwstępną, a wnioski M. Gutowskiego są pochodną przyjęcia, że umowa opcji rodzi po stronie uprawnionego prawo podmiotowe kształtujące do powołania poprzez złożenie oświadczenia woli stosunku prawnego umownego¹⁵⁸. Różnice we wnioskach są tego logicznym następstwem. Należy również jasno zaznaczyć, że ani koncepcja M. Gutowskiego, ani M. Krajewskiego nie odnoszą do się opcyjnych instrumentów finansowych, z jakimi spotykamy się w praktyce rynku kapitałowego. Nie oznacza to bynajmniej, że wnioski przez nich zaprezentowane z góry muszą być odrzucone, jako nieadekwatne do omawianej konstrukcji. Wprost przeciwnie, w szczególności wnioski dotyczące formy umowy opcji wyciągnięte przez M. Krajewskiego, a oparte o analogie z umową przedwstępną zasługują w dużej mierze na uwzględnienie. Wnioski M. Gutowskiego, jako odnoszące się do figury konstrukcyjnie dalszej od analizowanej, mogą mieć raczej funkcję subsydiarną.

¹⁵⁵ *Ibidem*, s. 231.

¹⁵⁶ *Ibidem*.

¹⁵⁷ *Ibidem*, s. 232-233.

¹⁵⁸ *Ibidem*, s. 108.

Jak się wydaje, punktem wyjścia do analizy problemu powinien być art. 72 ust. 2 i art. 73 ust. 1 u.o.i.f., który stanowi, że umowa o oferowanie instrumentów finansowych powinna być zawarta w formie pisemnej, a w przypadku umowy zawieranej z klientem detalicznym – w formie pisemnej pod rygorem nieważności. Jego zastosowanie do formy samej umowy opcji nie jest jednak oczywiste i kwestia ta pojawi się jedynie w przypadku, gdy umowa opcji jest zawierana bez zawarcia poprzedzającej jej umowy ramowej. Jeżeli umowa ramowa jest zawarta, kwestia formy samej umowy opcji podlegać będzie rzecz jasna ogólnym przepisom prawa cywilnego o formie czynności prawnej oraz postanowieniom samej umowy o oferowanie instrumentów finansowych, które znajdują oparcie w art. 76 k.c.

Jest oczywiste, że ustawodawca wprowadził ww. przepisy u.o.i.f. w celu ochrony klienta firmy inwestycyjnej, a w szczególności klienta detalicznego, jak również w celu zapewnienia możliwości późniejszego odtworzenia treści zobowiązań, jakie strony względem siebie zaciągnęły. Intencje ustawodawcy w tym punkcie nie były zasadniczo inne od innych sytuacji, gdy zastrzega on formę pisemną pod rygorem nieważności, a czyni to najczęściej właśnie w celu ochrony jednej ze stron lub gdy umowa jest bardziej skomplikowana.

Wydaje się, że jeżeli umowa ramowa, na podstawie której zawierane są później umowy opcji wymaga formy, o której mowa w tych przepisach, to jeśli umowa opcji zawarta zostaje bez uprzedniego zawarcia umowy ramowej i sama w sobie reguluje wszystkie prawa i obowiązki stron, również powinna być tej formie poddana. Jakkolwiek zgadzam się ze słusnością założeń tego argumentu, to nie sposób uznać, że nie narusza on art. 73 § 1 i art. 76 k.c., zgodnie z którymi czynność wymaga formy szczególnej, gdy wynika to z ustawy lub czynności prawnej. Zważywszy na ogólną zasadę swobody wyboru formy czynności prawnej, wszelkie od niej wyjątki muszą mieć wyraźne oparcie w ustawie lub czynności prawnej i nie mogą być interpretowane rozszerzająco.

Z samego art. 72 ust. 2 i art. 73 ust. 1 u.o.f.p. ustawy o obrocie wynika, że jeżeli klientem firmy inwestycyjnej jest klient detaliczny, umowa ramowa wymaga formy pisemnej pod rygorem nieważności, a w innym wypadku zwykłej formy pisemnej, która jest zastrzeżona dla celów dowodowych, które to ograniczenie w praktyce nie wystąpi ze względu na jego wyłączenie w relacjach między przedsiębiorcami, o którym mowa w art. 74 § 3 k.c.

Powyższe skłania do przyjęcia, że na gruncie ustawy o obrocie instrumentami nie ma specjalnych regulacji odnoszących się do formy umowy opcji. Wyciąganie ogólnych wniosków z tego stwierdzenia jest jednak bardzo ryzykowne.

Wydaje się, że poszukiwanie przez M. Krajewskiego analogii z umową przedwstępną jest w tym zakresie uzasadnione. Jednak ze względu na przyjętą przez siebie konstrukcję opcji odwołał się on do przepisów o formie w odniesieniu

do umowy o wystawienie oferty, a więc do elementu, który na gruncie analizowanego modelu nie występuje. Moim zdaniem zastosowanie przepisów o formie umowy przedwstępnej jest uzasadnione w stosunku do samej umowy opcji w modelu, który jest przyjęty w niniejszej pracy.

Jest to podyktowane zbliżonym charakterem obu umów oraz w pewnym zakresie również ich funkcją gospodarczą (która może, choć nie musi być podobna)¹⁵⁹. Uprzedzając zawarte niżej rozważania przyjmuję, że przepisy o formie umowy przedwstępnej mają zastosowanie do umowy opcji „z dobrodziejstwem inwentarza”. Forma zawarcia umowy opcji będzie więc miała znaczenie z punktu wystąpienia słabszego lub silniejszego skutku. Uwaga powyższa poczyniona jest z zastrzeżeniem, że odnosi się do umów opcji z rozliczeniem rzeczywistym, w przeciwnym bowiem razie forma wymagana do zbycia instrumentu bazowego (o ile w ogóle jest wartością zbywalną, jak akcje, a nie wskaźnikiem określonego poziomu, jak na przykład poziom stóp procentowych). W tym drugim wariancie brak jest podstaw do wyodrębnienia skutku słabszego i silniejszego, umowa główna będzie bowiem „spłyconą” do powstania zobowiązania do określonego świadczenia przez jedną ze stron.

Zakładając jednak, że przedmiotem umowy głównej ma być sprzedaż, przepisy odnoszące się do przeniesienia własności przedmiotu tej sprzedaży będą determinować formę umowy opcji ze skutkami typowymi dla umowy przedwstępnej.

7. Zależność umowy opcji od ważności umowy i skuteczności umowy ramowej

Warto jednak w tym miejscu postawić problem zależności umowy opcji od umowy ramowej pod kątem ewentualnej nieważności lub bezskuteczności ostatniej z nich. Istnienie silnego związku między umową ramową, a zawartą na jej podstawie umową opcji nie budzi przecież wątpliwości. Zbadania wymagają więc skutki istnienia tego związku. Wstępnego wyjaśnienia wymaga jednak samo pojęcie związku umów.

Zdaniem Z. Radwańskiego umowy pozostają ze sobą w związku, jeżeli uchylenie jednej umowy powoduje rozwiązanie drugiej¹⁶⁰. Jako przykład autor ten przywołuje umowę o przewóz bagażu, umowę o przechowanie rzeczy pozostawionych przez pracownika w zakładzie pracy¹⁶¹, jak i stałe wykonywanie przez

¹⁵⁹ Porównanie opcji z umową przedwstępną będzie miało miejsce w rozdziale VIII.

¹⁶⁰ Z. Radwański, *Teoria...*, s. 231.

¹⁶¹ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 7 czerwca 1972, OSNCP 1973, poz. 33.

pracownika obowiązków nieobjętych bezpośrednio umową o pracę¹⁶². Szersze spojrzenie na pojęcie umów powiązanych reprezentuje A. Olejniczak, który opisuje je jako umowy charakteryzujące się tym, że wspólnie osiągają inny skutek prawny i gospodarczy, niż osiągnięty samodzielnie przez każdą z nich. Zależność w postaci trwania jednej do czasu trwania drugiej z nich jest tylko jedną z możliwych¹⁶³. Pogląd szerszy przyjęty został również przez P. Machnikowskiego¹⁶⁴. Wydaje się, że stanowisko dwóch ostatnich autorów jest bardziej zasadne, niemniej z punktu widzenia właśnie wpływu ważności umowy o oferowanie instrumentów finansowych na ważność umowy opcji, w pełni przydatne są również poglądy Z. Radwańskiego, który ujmuje umowy powiązane wężiej.

Z. Radwański zwraca uwagę, że istnieje ściśle powiązanie między tymi umowami, ale każda z nich ma swój odrębny byt¹⁶⁵, oraz że istnienie jednej umowy wywiera wpływ na drugą, jednakże każda z nich podlega właściwym dla niej regułom, co dotyczy w szczególności *sposobu ich zawierania (np. formy, wręczenia rzeczy, zezwolenia władzy administracyjnej), treści zobowiązań, skutków ich niewykonania lub nienależytego wykonania*¹⁶⁶.

Zdaniem Z. Radwańskiego podstawą związku między tymi umowami jest wola obu stron, co wynika z art. 56 k.c., który *wyznacza kompetencje stronom nie tylko w zakresie kształtowania umów odrębnych, ale także co do ukształtowania związków między nimi*¹⁶⁷. Zwraca również uwagę, że o tym, czy mamy do czynienia z jedną umową czy z wieloma, rozstrzyga w pierwszej kolejności wola samych stron, a jako potwierdzenie ich odrębności przywołuje wyrok Głównej Komisji Arbitrażowej, w którym uznano, że zwłoka w wykonaniu jednego z zamówień złożonych na podstawie zawartej uprzednio umowy nie może być podstawą do przyjęcia, że dłużnik pozostaje w zwłoce co do całego świadczenia, gdyż każde z zamówień stanowi faktycznie odrębną umowę¹⁶⁸.

Jako kryterium pozwalające na postawienie granicy między poszczególnymi, powiązаныmi ze sobą umowami, Z. Radwański wskazuje ekonomiczną jedność umowy, podstawy czego doszukuje się w treści art. 65 § 2 k.c., choć, jak zastrzega, jest to granica płynna, bowiem najczęściej ten sam cel może być osiągnięty

¹⁶² Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 15 kwietnia 1964, OSNCP 1965, poz. 115.

¹⁶³ A. Olejniczak, *Transakcje kompensacyjne w handlu międzynarodowym. Studium cywilnoprawne*, Poznań 1994, s. 125 i n.

¹⁶⁴ P. Machnikowski, *System Prawa Prywatnego*, t. V, *Prawo zobowiązań*, red. E. Łętowska, Warszawa 2006, s. 585.

¹⁶⁵ Wyrok Sądu Najwyższego z 15 kwietnia 1964, OSNCP 1965, poz. 115.

¹⁶⁶ Z. Radwański, *Teoria...*, s. 232.

¹⁶⁷ *Ibidem*.

¹⁶⁸ Wyrok GKA z 9 marca 1966 r., OSPiKA 1966, poz. 261.

za pomocą jednej lub większej ilości umów¹⁶⁹. Dlatego też ważną wskazówką są okoliczności zawarcia umowy, a to czas zawarcia poszczególnych postanowień i ewentualne spisanie ich w jednym lub w większej ilości dokumentów. Jak wywodzi autor, przy kompleksie umów jedna oddziałuje na drugą dopiero przez *zgaśnięcie*, co ma szczególne znaczenie, gdy po jednej stronie pojawia się zobowiązanie do jednolitego świadczenia, a po drugiej stronie odpowiadają mu zobowiązania obejmujące kilka świadczeń¹⁷⁰.

Uwagi Z. Radwańskiego odnoszą się co prawda głównie do umów pozostających ze sobą w związku funkcjonalnym, zawieranych jako powiązane ze sobą i zależnych od siebie. Na gruncie umowy opcji będą więc one miały zastosowanie do umów opcji zawartych na podstawie jednej umowy ramowej. Wydaje się, że opisana przez Z. Radwańskiego korelacja między powiązanymi umowami polegająca na tym, że rozwiązanie jednej z nich powoduje rozwiązanie drugiej, znajdzie zastosowanie do relacji umowy ramowej z umową opcji zawartą na jej podstawie.

Wpływ nieważności umowy ramowej na ważność umowy opcji będzie jednak zależał, jak się wydaje, od rozłożenia *essentialia contractus* umowy opcji między umową ramową, a umową opcji. Jeśli część z nich była określona jedynie w umowie ramowej, a nie została powtórzona w umowie opcji, umowa ta będzie z pewnością wadliwa¹⁷¹. Problem powstaje jednak, gdy co najmniej wszystkie elementy charakterystyczne zostały określone w samej umowie opcji. Czy w związku z tym nieważność umowy ramowej, która nie zawiera żadnych wyciągniętych przed nawias elementów charakterystycznych umowy opcji, skutkować będzie jej nieważnością?

Wydaje się, choć wymaga to pogłębionych badań, że ta okoliczność nie stanowi jeszcze przesłanki do automatycznego uznania, że umowa opcji jest nieważna. Należy ją bowiem w tej konkretnej konfiguracji oceniać jako autonomiczną względem umowy ramowej czynność prawną. Niemniej jednak zawsze należy odpowiedzieć na pytanie, czy przyczyny nieważności umowy ramowej nie „rozciągają się” na umowę opcji. Przejdą one niewątpliwie, jeśli przyczyną nieważności umowy ramowej jest na przykład brak świadomości, przymus lub podstęp. Wydaje się natomiast, że nieważność spowodowana naruszeniem przepisów o formie pisemnej *ad solemnitatem* dla umów z klientami detalicznymi nie będzie miała takiego skutku.

Przejście skutku nieważności umowy ramowej na umowę opcji zajdzie w innej jeszcze sytuacji. Oczywiście jest, że by umowa opcji była ważna, jej *essentialia contractus* muszą zostać przez strony określone albo w umowie ramowej albo też w sa-

¹⁶⁹ Z. Radwański, *op. cit.*, s. 233.

¹⁷⁰ *Ibidem*, s. 234.

¹⁷¹ Nie przesądzam w tym miejscu jaka będzie sankcja tej wadliwości.

mej umowie opcji¹⁷². W praktyce spotyka się podział *essentialia contractus*, które są rozbite między obie te umowy tak, by do zawarcia konkretnej umowy opcji trzeba było uzgodnić jak najmniej szczegółów a mogło to zostać dokonane w sposób szybki i jasny. Zwrócić należy uwagę na kwestię oczywistą, która wymaga jednak zasygnalizowania, czyli różnicę między treścią łączącego strony stosunku prawnego a treścią złożonych uprzednio oświadczeń woli składających się na czynność prawną. Oznacza to, że wspomniany wyżej podział *essentialia contractus* umowy opcji między umową ramową a samą umową opcji odnosi się jedynie do ich faktycznego i czasowego umieszczenia (w jednej z tych umów, z których umowa ramowa poprzedza umowę opcji), a dopiero wystąpienie wszystkich tych elementów osiągnięcie skutku w postaci zawarcia umowy opcji. Problemy pojawiają się wtedy, *gdy wykształcony w obrocie typ stosunków umownych nie mieści się w ramach żadnego z dotychczasowych wydzielonych w prawie typów nazwanych*¹⁷³.

Oznacza to, że jeżeli któreś z *essentialia contractus* umowy opcji zostało określone w umowie ramowej, to nieważność, wzruszenie lub bezskuteczność czynności prawnej, jaką dotknięta jest ta umowa ramowa rozciągną swój skutek na zawarte na jej podstawie umowy opcji, gdyż, jeden z elementów charakterystycznych każdej z nich zostanie z nich „wyrwany”¹⁷⁴.

Zastanowić się jednak należy, czy taki sam skutek będzie następstwem zaistnienia w sposób wyżej opisany wadliwości umowy ramowej, zawierającej postanowienia stanowiące *accidentalialia contractus* następcej umowy opcji.

Potencjalne nasuwają się trzy odpowiedzi. Po pierwsze, konsekwencją takiego stanu rzeczy może być, podobnie, jak na gruncie *essentialia contractus*, wystąpienie skutku nieważności (wzruszalności, bezskuteczności) takiej umowy opcji. Drugim z możliwych rozwiązań jest natomiast dojście do skutku umowy opcji, zawierającej tylko postanowienia wymienione w samej umowie opcji, z pozbawieniem jej postanowień, które wynikałyby z umowy ramowej. Trzecią możliwością jest poszukiwanie odpowiedzi w woli stron (art. 65 § 2 k.c.), która będzie wyznacznikiem tego, czy dopuściłoby zawarcie umowy opcji w kształcie bez postanowień zawartych w umowie ramowej.

¹⁷² Vide J. Jakubowski, *Pojęcie umowy dostawy*, Studia Prawnicze 1974/42, s. 110 i in.

¹⁷³ J. Strzępka, *Umowy ramowe w projekcie kodeksu cywilnego* [w:] *Instytucje prawa handlowego*..., s. 390.

¹⁷⁴ W tym rozdziale celowo nie odróżniam jeszcze *essentialia contractus* (ani w ogóle *essentialia negotii* w odniesieniu do umów nazwanych) od treści czynności prawnej, co wyraźnie rozróżnione będzie na początku rozdziału VI. W tym miejscu jedynie marginalnie zaznaczam, że skutek w postaci nieważności umowy będzie miał brak określenia w umowie elementów składających się na treść czynności prawnej, jak między innymi określenie stron i treści zobowiązania. Brak określenia *essentialia contractus* (*essentialia negotii*), które nie są jednocześnie elementami treści czynności prawnej, skutkować będzie jedynie bezskutecznością takiej umowy.

Na pierwszy rzut oka wydawać by się mogło, że prawidłowa jest trzecia odpowiedź. Wydaje się jednak, że w przypadku wystąpienia nieważności umowy ramowej nie można abstrahować od jej przyczyn. Uznać należy, że wystąpienie wady już „na przedpolu” kontraktowania, wyłącza możliwość odwołania się do tego elementu na późniejszym etapie w szczególności, że interesy stron umowy opcji będą zawsze sprzeczne. Wydaje się również, że drugi z wariantów również nie zasługuje na uznanie. Dla stron obu umów postanowienia umowy opcji zawarte w umowie ramowej były na tyle istotne, że zostały uwzględnione w umowie, której wpływ miał promieniować na późniejsze umowy. Co więcej, można przyjąć, że postanowienia umowy ramowej były na tyle istotne, że dla stron jasne było, że wystąpią we wszystkich umowach zawartych na jej podstawie. Przyznanie, że dojść do skutku może umowa pozbawiona tych postanowień jest ewidentnie sprzeczne z wolą stron, która została wyrażona w umowie ramowej. Poprawne wydaje się zatem pierwsze stanowisko, zgodnie z którym umowa taka obarczona będzie wadliwością, której rodzaj i przedmiot zdefiniują dopiero określenie sankcji.

8. Podsumowanie

Z powyższych rozważań wynika, że problematyka zawarcia umowy opcji jest bardzo złożona. Może być ona zawarta w trybie ofertowym lub negocjacji, ale raczej nie przez przeprowadzenie przetargu lub aukcji. Również niecelowe, choć teoretycznie możliwe, wydaje się zawarcie umowy opcji w wyniku wykonania umowy przedwstępnej.

Kwestia kwalifikacji podmiotowej stron umowy opcji nie pozostaje bez znaczenia dla ich praw i obowiązków ze względu na częściowo odmienne regulacje odnoszące się głównie do klientów detalicznych i profesjonalnych. Ma to szczególne znaczenie dla wystąpienia obowiązków informacyjnych firmy inwestycyjnej, która działając w interesie klienta musi kierować się również stopniem jego wiedzy i doświadczenia na rynku kapitałowym. Okazuje się, że ocena skutków prawnych naruszenia ww. obowiązków jest prawnie doniosła, nasuwa jednak wiele poważnych wątpliwości tak w piśmiennictwie, jak i w orzecznictwie. Przyjąć należy raczej skutek nieważności umowy w przypadku rażącego naruszenia tych obowiązków.

Zagadnienie formy umowy opcji powinno być rozstrzygane oddzielnie od formy umowy ramowej. Ta ostatnia umowa wymaga formy pisemnej pod rygorem nieważności, gdy kontrahentem formy inwestycyjnej jest klient detaliczny, w pozostałych przypadkach powinna zostać zawarta w formie pisemnej zwykłej.

Umowa opcji jest od tego wymogu wolna. Pamiętać jednak należy, że by mogła osiągnąć skutek w postaci powstania roszczenia o zawarcie umowy głównej (a więc zawartej wskutek wykonania uprawnienia opcyjnego), powinna zostać zawarta w formie przewidzianej dla tej umowy głównej. W przeciwnym razie uprawnionemu przysługiwać będzie roszczenie o naprawienie szkody, jaką poniósł licząc na zawarcie umowy.

Wskazano również na relacje łączące umowę opcji z umową ramową w przypadku jej wadliwości. Są one w dużej mierze uzależnione od rozłożenia akcentów odnoszących się do postanowień istotnych umowy opcji i ich natężeniem w wadliwej umowie ramowej.

ROZDZIAŁ VI TREŚĆ UMOWY OPCJI

1. Umowa opcji jako umowa nienazwana

Jak pisał S. Grzybowski, *treścią każdego stosunku cywilnoprawnego, a zatem i stosunku zobowiązaniowego, są określone prawa i obowiązki podmiotów tego stosunku. Chodzi więc o uprawnienia wierzyciela ujęte jako prawo podmiotowe oraz obowiązki dłużnika*. Jak dalej wskazuje cytowany autor, *nie stanowi natomiast treści zobowiązania zachowanie się dłużnika odpowiadające ciążącemu na tym dłużniku obowiązkowi*¹. Zgodnie z art. 56 k.c. czynność prawna wywołuje nie tylko skutki w niej wyrażone, lecz również te, które wynikają z ustawy, z zasad współżycia społecznego i z ustalonych zwyczajów. Widzimy więc, że dla oceny jej treści, a więc skatalogowania praw i obowiązków stron, nie wystarczy wykładnia samych oświadczeń woli stron, bowiem ich treść jest jeszcze uzupełniania², a czasem i modyfikowana. Oczywiście ustalania treści czynności prawnych na podstawie art. 56 k.c. odróżnić należy od dokonywania ich wykładni³. Jak wskazał Z. Radwański treść umowy musi określać: podmioty zamierzonego stosunku zobowiązaniowego, należne świadczenie lub świadczenia, ich strukturę oraz ewentualnie inne elementy nakazane obu stronom normami bezwzględnie obowiązującymi w zakresie określonych typów umów⁴.

Nie ulega wątpliwości, że ustalenie treści czynności prawnej na podstawie art. 56 odbywać się musi w ten sposób, że przez analizę oświadczeń stron dokonuje się subsumpcji czynności prawnej pod przepisy normujące dany typ umowy⁵.

¹ S. Grzybowski [w:] Z. Radwański (red.) *SPC*, s. 54.

² przez normy, o których źródłach mowa w art. 56.

³ Z. Radwański, *Teoria...*, s. 190-191.

⁴ Z. Radwański, *SPC*, s. 374.

⁵ W. J. Katner, *op. cit.*, s. 5 i n.

Następnie sprawdzić trzeba, czy ustawa, zasady współżycia społecznego lub ustalone zwyczaje nie wiążą z danym typem umowy jeszcze innych praw i obowiązków stron⁶ bądź też nie zawierają norm imperatywnych bądź semiimperatywnych, które odpowiednio je modyfikują. Jest to zabieg względnie tylko prosty, gdy mamy do czynienia z umową nazwaną⁷. Wydaje się, że sam fakt wprowadzenia przez ustawodawcę nazwy umowy, bez określenia jej *essentialia negotii* nie pozwala zaliczyć jej w poczet umów nazwanych⁸. Samo więc posłużenie się w art. 2 i 3 u.o.i.f. nazwą opcji, w dodatku bez jednoznacznego określenia jej umownego charakteru, nie wystarcza na zaliczenie jej do umów nazwanych⁹. Jak pisze W. J. Katner, *jeśli spełnione są przesłanki ogólne dla umowy, jako czynności prawnej, to jeżeli analizowana umowa nie kwalifikuje się do kręgu umów nazwanych [...] to jest zapewne w znakomitej większości umową nienazwaną*¹⁰.

W związku z tym, że umowa opcji nie jest umową nazwaną, zadać należy pytanie, czy jest ona umową na pewno nienazwaną czy też może jednak umową mieszaną¹¹. Nie chcąc wchodzić w szczegółowe rozważania dotyczące natury umów mieszanych¹², przychyliam się w tym miejscu raczej do stanowiska, że nie stanowią one odrębnej kategorii, a są co najwyżej podtypem umów nienazwanych¹³, zdając sobie przy tym sprawę z racjonalnych argumentów, którymi posługują się zwolennicy tezy przeciwnej¹⁴. Umowy mieszane cechują się wybraniem i połączeniem niektórych elementów umów nazwanych. Uznać więc należy, że istnieją tylko umowy nazwane i umowy mieszane, każda bowiem umowa, która nie jest umową nazwaną, zawiera elementy znane jednej lub więcej umowom nazwanym, może zawierać również ich modyfikacje. W takim razie w ogóle brak byłoby miejsca dla umów nienazwanych, gdyż musiałyby zawierać postanowienia całkowicie nieznanne podstawowym konstrukcjom prawa cywilnego. Bardziej prawidłowe, z logicznego punktu widzenia, jest moim zdaniem uznanie podziału wszystkich umów

⁶ o pojęciu uzupełniającej wykładni umów pisał Z. Radwański, *op. cit.*, s. 191-193.

⁷ W. J. Katner, *op. cit.* s. 5 i n.; o pojęciu umowy nazwanej Z. Radwański, *op. cit.*, s. 208 i n.

⁸ B. Gawlik, *Umowy mieszane – konstrukcja i ocena prawna*, Palestra 1974/5, s. 25 i n.

⁹ To samo odnosi się do Regulaminu Giełdy, który po pierwsze nie jest przepisem prawa powszechnie obowiązującego, a po drugie odnosi się wyłącznie do opcji będących papierami wartościowymi w rozumieniu u.o.i.f., po trzecie zaś czyni to w sposób mało użyteczny z punktu widzenia analizy cywilistycznej.

¹⁰ W. J. Katner, *op. cit.* s. 19.

¹¹ B. Gawlik, *Pojęcie umowy nienazwanej*, S.C. 1971, t. XVIII, tenże, *Umowy mieszane. Konstrukcja i ocena prawna*, Palestra 1974/5, J. Guś, *O właściwościach (naturze) stosunku prawnego*, PiP 1997/4, s. 16-25.

¹² m.in. Z. Radwański, *op. cit.* s. 235 i n.; W. J. Katner, *op. cit.* 12 i n.

¹³ Z. Radwański, *Teoria...*, s. 238, tenże, *Uwagi o umowach mieszanych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Jagiellońskiego 1985/41, s. 103; W. J. Katner, *SPP*, s. IX, s. 12 i n.

¹⁴ o czym już w latach 30 XX pisał m.in. R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania*, Poznań 1999 (wyd. anastatyczne), s. 148.

na nazwane i nienazwane. Mając na uwadze powyższe uznać można, że umowa opcji jest umową nienazwaną, chociaż wymienioną z nazwy w akcie prawnych rangi ustawowej¹⁵. W doktrynie wyróżnia się sześć przesłanek, których łączne spełnienie pozwala na zaliczenie umowy do grona umów nienazwanych¹⁶.

Poczynione wyżej uwagi pozwolą na opisanie elementów czynności prawnej, które pozwalają na uznanie jej za umowę opcji oraz przedstawienie skutków niezastrzeżenia jednego z tych elementów. Określenie w tym rozdziale treści umowy opcji pozwoli następnie na dokonanie jej cywilnoprawnej charakterystyki w rozdziale VII.

2. Uwagi ogólne na temat *essentialia contractus* umowy opcji

Problem niedopuszczalności posługiwania się pojęciem składników przedmiotowo istotnych (*essentialia negotii*) w odniesieniu do umów nienazwanych został już rozstrzygnięty w rozdziale V. Przypomnę jedynie, że uznać należy za zasadne posługiwanie się w odniesieniu do umów nienazwanych raczej pojęciem *essentialia contractus*. Byłoby to jednak dopuszczalne jedynie w odniesieniu do tych umów nienazwanych, które występują na tyle powszechnie, że można wskazać ich cechy pozwalające przyporządkować konkretną umowę do danej grupy umów, w tym przypadku umów opcji. Można powiedzieć, że jest to uzasadnione względem umów stojących *na przedpolu kodyfikacji*¹⁷.

¹⁵ Vide ciekawe uwagi na temat umów nienazwanych: B. Gawlik, *Pojęcie umowy nienazwanej*, s. 81 i n.; tenże: *Umowy mieszane*, s. 25 i n.; Z. Radwański, *Uwagi...*, s. 103.

¹⁶ W. J. Katner, op. cit., s. 14. Autor wskazuje, że za warunki prawne umowy nienazwanej powinno się zatem łącznie uznać co najmniej sześć przesłanek:

1) dwustronna czynność prawna, będąca ważną umową; 2) brak jej nazwania, choć to nazwanie nie musi wystąpić wprost przez jakiś tytuł, pojęcie itp., może wynikać z kontekstu lub opisanie; 3) brak określenia *essentialia negotii* takiej umowy w KC lub w innej ustawie, mimo że mogą być tam umieszczone wskazania, co umowa ma w swej treści zawierać; 4) brak tożsamości umowy z umową nazwaną albo takiego podobieństwa, które wskazuje na rodzaj umowy nazwanej, albo istotny wyjątek od zasad konkretnej umowy nazwanej;

5) określenie stron umowy, jej przedmiotu i treści, w tym zwłaszcza praw i obowiązków stron; 6) pozostawanie w zgodzie z porządkiem prawnym, tzn. w zgodności kreowanego stosunku prawnego (jego treści i celu) z jego właściwościami (naturą), ustawami i zasadami słuszności, jak też dobrymi obyczajami (nazywanymi obecnie w art. 3531 KC zasadami współżycia społecznego).

¹⁷ A. Jakubiec, *O zasadności kodyfikacji niektórych umów zawieranych na rynku kapitałowym [w:] Instytucje prawa handlowego...*, s. 470 i n.; odmienny pogląd wyraził m.in. A. Chłopecki, *Opcje i kontrakty terminowe...*, s. 58. Autor ten uznał, że po pierwsze jest bezcelowe wyodrębnienie *essentialia negotii* umów nienazwanych, a po drugie, nie jest to możliwe w odniesieniu do opcji

W odniesieniu do umowy opcji można bez większych problemów wskazać cztery postanowienia przedmiotowo istotne (*essentialia contractus*), to jest określenie instrumentu bazowego, terminu wykonania opcji, sposobu jej wykonania (w czym mieści się udzielenie prawa opcji) oraz premii opcyjnej. Umowa pozbawiona chociażby jednego z tych elementów (bez względu oczywiście na to, czy został on określony w samej umowie opcji, czy wcześniej zawartej umowie ramowej), nie będzie umową opcji. Rzecz jasna, umowa taka, jeżeli nie będzie zawarta z naruszeniem zasady swobody umów, będzie ważna i skuteczna, jednakże już nie jako umowa opcji, ale jako inny instrument finansowy (o ile któremuś z nich konstrukcyjnie odpowiada) w rozumieniu ustawy i dyrektywy *MIFID*¹⁸. Dla przykładu, jeżeli strony zawarły umowę, którą nazwały umową opcji, a która nie zawiera ani premii opcyjnej, ani uprawnienia opcyjnego, zaistnieje duże prawdopodobieństwo, że zostanie ona uznana za umowę typu *forward*, która podobnie, jak opcja jest pochodnym instrumentem finansowym. Umowa nazwana przez strony umową opcji może być jednak pozbawiona cech pozwalających na takie przyporządkowanie, przez co nie będzie miała statusu instrumentu finansowego¹⁹.

Należy zwrócić uwagę, że z ustawy o obrocie instrumentami wynika dość duża swoboda w kreowaniu pochodnych instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi, przez co zawarcie umowy (której stroną jest w końcu co najmniej jedna firma inwestycyjna), która nie da się jednoznacznie uznać za instrument finansowy, jest stosunkowo mało prawdopodobne. Wyjątek w tym zakresie stanowi brak określenia premii opcyjnej w tak zwanych opcjach zero-kosztowych, o czym mowa będzie niżej.

W świetle powyższego warto zwrócić również uwagę na pogląd, że określenie czynności prawnej w sposób niewyczerpujący treści tej czynności jest przyczyną jej nieważności²⁰. Jest to stanowisko, którego przyjęcie wymaga jednak poczynienia dwóch zastrzeżeń. Po pierwsze, możliwe jest stanowcze ustalenie, z uwzględnieniem art. 58 i 65 § 2 k.c., jakiej czynności strony chciały dokonać. We wskazanym wyżej przykładzie brak zastrzeżenia premii opcyjnej i uprawnienia opcyjnego może w pewnych okolicznościach sugerować, że celem stron było zawarcie kontraktu terminowego. W takiej sytuacji wszystkie elementy przedmiotowo istotne tej umowy będą przecież określone. Drugie zastrzeżenie odnosi się do możliwości ustalenia zamkniętej listy postanowień przedmiotowo istotnych,

ze względu na to, że nie jest możliwe podanie jednorodnej (zatem również pod względem *essentialia negotii*) definicji opcji uwzględniającej rozróżnienie pomiędzy opcjami z rozliczeniem rzeczywistym i finansowym, opcjami „zwykłymi” i warrantami.

¹⁸ uwagi zawarte w rozdziałach II i III.

¹⁹ otwarta pozostaje kwestia jej ważności i skuteczności.

²⁰ M. Gutowski, *Nieważność...*, s. 213 i n.

co w odniesieniu do dużej grupy umów nienazwanych stanowić będzie istotny problem. Stąd też słusznie M. Gutowski zaznacza, że *essentialia negotii*²¹ nie są tym samym, co treść czynności prawnej²². Autor ten stoi na stanowisku, że każda czynność prawna winna określać podmiot, który jej dokonuje, przedmiot tej czynności, wolę dokonania określonych skutków prawnych i ewentualnie inne elementy nakazane prawem²³. Są to elementy niezbędne dla ważności czynności prawnej. Czynność prawna zawierająca te elementy może być następnie dotknięta innymi sankcjami, jak na przykład jej bezskuteczność²⁴. Przekładając powyższe uwagi na grunt umowy opcji, stwierdzić należy, że będzie nieważna umowa opcji niezawierająca któregoś z czterech elementów konstytuujących ważność czynności prawnej. Ważna, ale bezskuteczna natomiast będzie umowa opcji, która nie określa któregoś z jej *essentialia contractus*, jak na przykład premii opcyjnej²⁵.

Zagadnieniem treści umowy opcji zajął się dekadę temu M. Gutowski²⁶. Autor ten wyszedł z założenia, że właściwe jest w tym zakresie posłużenie się *per analogiam* przepisami regulującymi ofertę oraz umowę przedwstępną. Jako punkt centralny umowy opcji M. Gutowski przedstawia upoważniające oświadczenie opcjodawcy, do którego odpowiednie zastosowanie znaleźć ma art. 66 k.c., bowiem *między prawem opcji, a uprawnieniem oblata do przyjęcia oferty istnieje istotne podobieństwo*²⁷. Oświadczenie o udzieleniu upoważnienia winno się znaleźć w treści umowy opcji.

Jak wskazuje dalej omawiany autor, konsekwencją przyjęcia za punkt wyjścia konstrukcji oferty jest wniosek, że w umowie opcji powinna znaleźć się *minimalna treść umowy głównej*, przez co zdaniem M. Gutowskiego nie należy rozumieć postanowień przedmiotowo istotnych, gdyż te odnoszą się tylko do umów nazwanych, a elementy charakterystyczne, które wynikają z *powtarzalnego występowania w konkretnych umowach, kreowanych w drodze dokonania jednostkowych czynności prawnych, określonych elementów*²⁸. Sama umowa opcji nie musi być zdaniem tego autora umową odpłatną, co oznacza, że tylko w sytuacji, gdy strony przewidziały w umowie świadczenie wzajemne opcjobiorcy, winno być ono precyzyjnie określone zarówno co do rodzaju, jak i co do wysokości (co nie dotyczy jednak umów opcji zawieranych na rynku kapitałowym, które są zawsze

²¹ Autor operuje tym pojęciem ogólnie, nie odnosi go w tym miejscu do umowy opcji, ani umów nie nazwanych.

²² *Ibidem*, s. 214.

²³ *Ibidem*.

²⁴ *Ibidem*.

²⁵ *Vide* Z. Radwański, *Teoria...*, s. 252-254.

²⁶ M. Gutowski, *Umowa...*, s. 233-247.

²⁷ *Ibidem*, s. 234.

²⁸ *Ibidem*, s. 237.

odpłatne²⁹). Zdaniem M. Gutowskiego, w treści samej umowy opcji powinien zostać określony termin związania wystawcy opcji, a jego niezastrzeżenie wiązać się powinno z nieważnością umowy opcji³⁰.

Podsumowując, elementami charakterystycznymi umowy opcji są: udzielenie upoważnienia opcyjnego³¹, termin związania tym upoważnieniem, minimalna treść umowy głównej³² oraz w przypadku opcji odpłatnych – precyzyjne określenie premii opcyjnej. Podnieść w tym miejscu należy, że omawiany autor opisał w swej pracy umowę opcji w ogólności, nie przyjmując za punkt wyjścia konstrukcji właściwych dla rynku kapitałowego, które uznał za jeden z typów opcji.

3. *Essentialia contractus* umowy opcji – uwagi szczegółowe

Uwagi poczynione powyżej oraz rozważania zawarte w rozdziale IV pozwoliły wyodrębnić cztery elementy charakterystyczne umowy opcji. W tej części pracy postaram się przybliżyć każdy z nich³³.

3.1. Określenie instrumentu bazowego

Jak już była mowa w rozdziałach III i IV, instrumentem bazowym³⁴ opcji jest pewna dająca się ująć liczbowo wartość, która cechuje się zmiennością w czasie. Z jednej strony może nim być wszystko, co jest przedmiotem obro-

²⁹ *Ibidem*, s. 276.

³⁰ *Ibidem*, s. 242. Pogląd autora może wydawać się dyskusyjny w zakresie wyboru sankcji nieważności, a nie bezskuteczności. Wydaje się bowiem trafne późniejsze stanowisko wyrażone przez tegoż autora, że niezastrzeżenie któregoś z *essentialia negotii* (co ma chyba tym bardziej zastosowanie do *essentialia contractus*) wiąże się z bezskutecznością czynności, nie zaś z jej nieważnością. M. Gutowski, *Nieważność...*, s. 213 i n.

³¹ jest ono najbardziej charakterystycznym elementem, który właściwie przesądza o tym, czy mamy do czynienia z umową opcji (*necessarium contractus*).

³² czego nie należy również mylić z jej *essentialia negotii* lub *essentialia contractus*, jeśli jest umową nienazwaną, w której można je wyodrębnić.

³³ postaram się oczywiście w miarę możliwości nie powtarzać kwestii omówionych już wcześniej.

³⁴ wiele uwag o instrumentach bazowych zostało poczynionych przy omawianiu pojęcia instrumentu pochodnego, gdzie opisano zależność między wartością instrumentu pochodnego, a poziomem instrumentu bazowego. Powtarzanie tych i innych informacji zawartych w rozdziale III i IV nie wydaje się celowe.

tu cywilnoprawnego³⁵, o ile tylko daje się precyzyjnie wycenić³⁶, co sprawia, że zróżnicowanie instrumentów bazowych jest bardzo znaczne³⁷. Z drugiej strony, jako instrumenty bazowe służyć mogą różnego rodzaju wskaźniki i indeksy, jak poziom stóp procentowych, poziom inflacji, indeksy giełdowe a nawet średnie poziomy opadów czy temperatury³⁸. Kwestia ta została szczegółowo określona w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. „a” ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³⁹, który określa niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe. Z przepisu tego wynika, że katalog instrumentów bazowych jest bardzo szeroki. Instrument ten musi być jednak bardzo precyzyjnie określony w umowie, w przeciwnym razie nie będzie możliwe wskazanie punktu odniesienia dla wysokości ewentualnego świadczenia opcjodawcy, co uczyni całą umowę bezprzedmiotową.

³⁵ W. J. Katner [w:] M. Safjan (red.) SPP, t. I, Warszawa 2007, s. 1171 i n.

³⁶ Całkowicie pomijam w tym miejscu zastosowanie przepisów o cenach.

³⁷ G. Zalewski, *Kontrakty terminowe w praktyce*, Warszawa 2006, s. 73 i n.

³⁸ Podział ten wiąże się, chociaż nie pokrywa, z przedstawionym niżej podziałem opcji na opcje rzeczywiste i nierzeczywiste.

³⁹ Są to:

- a) tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania,
- b) instrumenty rynku pieniężnego,
- c) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne,
- d) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron,
- e) opcje, kontrakty terminowe, swapy oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez dostawę, pod warunkiem, że są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu,
- f) niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym ani w alternatywnym systemie obrotu opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar, które mogą być wykonane przez dostawę, które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych,
- g) instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego,
- h) kontrakty na różnicę,
- i) opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward dotyczące stóp procentowych oraz inne instrumenty pochodne odnoszące się do zmian klimatycznych, stawek frachtowych, uprawnień do emisji oraz stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne albo mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron, a także wszelkiego rodzaju inne instrumenty pochodne odnoszące się do aktywów, praw, zobowiązań, indeksów oraz innych wskaźników, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych.

Na marginesie jedynie można wspomnieć, że wydaje się, iż nie ma przeszkód do zmiany instrumentu bazowego w trakcie obowiązywania opcji, co dokonane będzie w trybie właściwym do zmiany samej umowy, chociaż z praktycznego punktu widzenia będzie to raczej mało prawdopodobne. Wiązałoby się bowiem w sposób oczywisty ze zmianą wysokości potencjalnego świadczenia opcjodawcy, co oznaczać będzie, że dla jednej ze stron umowy zmiana taka nie będzie korzystna, chociaż nie ma ku temu przeszkód natury konstrukcyjnej. Wydaje się jednak, że w sytuacji takiej zmianie ulegnie również wysokość premii opcyjnej.

Wybór określonego instrumentu bazowego ma daleko idące konsekwencje. Wiąże się bowiem z uzależnieniem pozycji stron umowy opcji od zmiennego w czasie poziomu dobra lub indeksu, określających pewne zjawisko, które może być jedną z przyczyn⁴⁰ lub skutków⁴¹ określonych zdarzeń gospodarczych. Często będą to również zmienne, które są jednocześnie skutkiem zastanej sytuacji gospodarczej i mają bezpośredni wpływ na jej przyszłe ukształtowanie⁴². Strony zawierające umowę opcji kierując się racjonalnymi przesłankami dokonają wyboru instrumentu bazowego, którego poziom ma bezpośredni wpływ na sytuację gospodarczą opcjobiorky⁴³. Trzeba jednak jasno podkreślić, że wybór instrumentu bazowego, którego poziom nie ma bezpośredniego wpływu na sytuację opcjobiorky nie może być sam w sobie stawianym stronom zarzutem.

3.2. Termin opcyjny

Niezwykle ważnym elementem umowy opcji, jak i każdej innej umowy terminowej jest określenie tak zwanego terminu zapadalności. W przypadku umowy opcji, termin zapadalności nazywany jest również terminem opcyjnym⁴⁴. Jest to termin związania opcjodawcy uprawnieniem opcyjnym przyznanym opcjobiorky. Pojawia się jednak pytanie, czy zastrzeżenie terminu jest rzeczywiście niezbędne w umowie opcji oraz jakie są skutki jego niezastrzeżenia.

⁴⁰ na przykład ilość dni słonecznych w roku lub poziom opadów, które są często instrumentem bazowym są jednym z czynników oddziałujących na poziom plonów, są więc wykorzystywane w opcjach i kontraktach terminowych w handlu płodami rolnymi.

⁴¹ na przykład kurs akcji danej spółki będzie najczęściej skutkiem jej kondycji finansowej oraz szerszego otoczenia gospodarczego, w którym się znalazła.

⁴² najlepszym przykładem jest chyba poziom stóp procentowych banku centralnego, który z jednej strony jest zawsze odpowiedzią na aktualny poziom inflacji, bezrobocia i innych danych makroekonomicznych, a z drugiej strony ma znaczny wpływ na ich poziom w przyszłości.

⁴³ na przykład poziom waluty w jakiej eksporter otrzymuje wynagrodzenie za sprzedane towary względem jego rodzimej waluty.

⁴⁴ M. in. M. Gutowski, *op. cit.*, s. 239 i n.

Odpowiedzi na tak postawione pytania szukać należy na trzech płaszczyznach. Pierwszą są obce porządki prawne, które cechują się dojrzałą już regulacją opcji. Drugą jest system prawa polskiego i wynikające z niego preferencje ustawodawcy co do zastrzegania terminów w podobnych do opcji instytucjach uregulowanych, jak oferta⁴⁵ i umowa przedwstępna⁴⁶. Trzecią są wreszcie przepisy kształtujące rynek kapitałowy.

O oznaczonym terminie w umowie opcji mowa jest w systemie *common law*. Jak podaje M. J. Golecki, *powstała na gruncie doctrine of consideration konstrukcja umowy opcyjnej rozumianej jako dokonane w zamian za zapłatę premii opcyjnej, mającej charakter consideration, zobowiązanie się oferenta do oczekiwania w określonym terminie na odpowiedź oblata, stała się co najmniej od połowy XVII w. podstawą prawną dla zawieranych na giełdach transakcji terminowych*⁴⁷. Co więcej opcja w prawie angielskim wykształciła się właśnie dlatego, że oferta, nawet z oznaczonym terminem, mogła być w każdej chwili odwołana, a uprawnionemu (oblatowi – opcjobiorcy) zależało nie tylko na nieodwołalności, ale również na oznaczeniu czasu, w jakim będzie mu prawo opcji przysługiwać⁴⁸.

Na gruncie prawa amerykańskiego światło na charakter terminu rzuca między innymi orzeczenie Sądu Apelacyjnego Stanów Zjednoczonych dla Ósmego Okręgu z roku 1970 w sprawie *Langer v. Iowa Peef Packers Inc.*, w którym stwierdzono, że *opcja jest długoterminową ofertą, która nie może być odwołana do upływu terminu jej wygaśnięcia, albowiem nieodwołalność oferty opiera się na udzielonym consideration [...]*⁴⁹. Skoro więc owa oferta, jako upoważnienie udzielone przez opcjodawcę, nie może być odwołana do chwili upływu terminu, należy uznać, że niedopuszczalne jest kreowanie opcji bezterminowych. W każdej niemal definicji umowy opcji, mimo odmiennego jej rozumienia, autorzy amerykańscy kładą nacisk na określony czas wiązania, czyli przyjmują konieczność wyznaczenia terminu. Zwrócić należy uwagę na obowiązującą w prawie amerykańskim tzw. *rule against perpetuities*, sprzeciwiającą się istnieniu długo wiążących stosunków rzeczowych. Na poparcie tezy o konieczności zastrzeżenia terminu w umowie opcji przytoczyć można orzeczenie Sądu Najwyższego Stanu Kolorado w sprawie *Atchinson v. City of Engelwood* (463 P. 2d 297), który stwierdził nieważność umowy opcji nabycia nieruchomości, w której nie zastrzeżono terminu wykonania opcji⁵⁰.

⁴⁵ Art. 66 i n. k.c.

⁴⁶ Art. 389-390 k.c.

⁴⁷ M. J. Golecki, *Charakter...*, s. 542-543.

⁴⁸ *Ibidem*, s. 547-548.

⁴⁹ Podają za: M. Gutowski, *op. cit.*, s. 63.

⁵⁰ *Ibidem*, s. 241.

Doktryna niemiecka początku XX wieku rozumiała opcję jako umowę, przez którą jeden z kontrahentów zobowiązał się do złożenia wiążącej przez oznaczony czas oferty⁵¹. Von Einem utożsamiał opcję zarówno z ofertą, prawem kształtującym czy umową sprzedaży pod warunkiem zawieszającym, których wspólnym mianownikiem był oznaczony czas wiązania⁵². Jakkolwiek należy sprzeciwić się takiemu rozumieniu opcji, uznać trzeba, że elementem istotnym opcji niemieckiej jest oznaczony czas związania dłużnika – oferenta czy opcjodawcy. M. Gutowski przytacza z kolei poglądy D. Henricha, uznającego, że *powstanie wiecznej opcji jest niemożliwe do zaakceptowania*⁵³. Autor ten proponuje trzy możliwe rozwiązania niezastrzeżenia terminu. Są to: uznanie umowy opcji za nieważną, jako sprzeczną z dobrymi obyczajami⁵⁴ (§ 138 BGB), analogiczne stosowanie przepisów o prawie odkupu (§ 503 BGB), gdzie przewidziany jest termin trzyletni dla odkupu ruchomości i trzydziestoletni dla odkupu nieruchomości, wreszcie, na gruncie prawa niemieckiego, w opcji przedłużenia najmu, możliwe jest przyjęcie terminu trzydziestu lat, po upływie którego najem uważany jest za zawarty na czas nieoznaczony (§ 567 BGB). Do zaadaptowania na gruncie prawa polskiego nadaje się jedynie koncepcja uznająca umowę opcji za nieważną, gdyż nie sposób stosować analogicznie obcych rozwiązań prawnych sprzecznych z polskimi⁵⁵.

Regulamin francuskiej Komisji Giełd Papierów Wartościowych z 21.04.1988 r. w art. 4-3-2 statuuje zasadę standaryzacji treści umowy opcyjnej, wymieniając termin wygaśnięcia prawa opcyjnego, jako element niezbędny kontraktu⁵⁶. Jest to pogląd wsparty stanowiskiem doktryny francuskiej, która uznaje, że *wystawca opcji staje się natomiast zobowiązanym stanowczo do utrzymania oferty przez oznaczony terminem wygaśnięcia opcji czas [...]*⁵⁷.

Prawo szwajcarskie, podobnie, jak polskie nie reguluje tej problematyki na gruncie prawa cywilnego, a ogranicza się do regulacji giełdowych. Przepis 4.1.2.1 *Soffex Rules and Regulations* definiuje opcję *call* jako umowę, w której *nabywca opcji call uzyskuje prawo do żądania dostarczenia mu jednostek instru-*

⁵¹ S. Schlossman, *Über den Vorvertrag und die rechtliche Natur der sogenannten Realkontrakten*, Iherings Jahrbücher 1903, t. XXXXIV, s. 1-96; cyt. za M. J. Golecki w: *Charakter...*, s. 541.

⁵² H. Von Einem, *Die Rechtsnatur der Option*, Berlin 1974, s. 11 i n., cyt. za M. J. Golecki, *Charakter...*, s. 541.

⁵³ D. Henrich, *Vorvertrag, Optionvertrag, Vorrechtsvertrag...*, cyt. za M. Gutowski, *Umowa...*, s. 240-241.

⁵⁴ Na gruncie polskim m.in. R. Stefanicki, *Dobre obyczaje kryterium staranności przedsiębiorcy w świetle ustawy z 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym* [w:] *Polskie prawo handlowe...*, s. 505 i n.

⁵⁵ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 240-241.

⁵⁶ M. J. Golecki, *Charakter...*, s. 553-554.

⁵⁷ D. Valette, *Les marchés d'option négociables*, Clermont – Ferrand 1991 s. 126-127.

mentu bazowego będących przedmiotem obrotu w zamian za zapłatę ceny wykonania, aż do oznaczonej daty [...]»⁵⁸. Oznacza to, że również na gruncie prawa szwajcarskiego oznaczenie terminu jest elementem charakterystycznym opcji, którego brak uniemożliwia zakwalifikowanie danej konstrukcji, jako opcji.

Nieco inaczej kwestia ta regulowana jest w prawie włoskim, gdzie termin powinien zostać wskazany⁵⁹, *nieoznaczenie terminu nie będzie jednak skutkowało nieważnością, ponieważ art. 1331 comm. 2 c.c.*⁶⁰ *expressis verbis stanowi, iż termin ten może być ustalony przez sędziego*⁶¹. Jest to jednak sytuacja szczególna, gdyż większość porządków prawnych nie przewiduje możliwości sądowego oznaczenia tego terminu, a taka kompetencja sądu musi mieć oczywiście źródło ustawowe. Zwrócić oczywiście należy uwagę, że ingerencja sądów w treść umowy powinna być uznawana za ostateczność i wykorzystywana dopiero w sytuacji, gdy po pierwsze, strony niedostatecznie określiły swoje prawa i obowiązki, a po drugie, gdy ze względu na konflikt interesów nie są w stanie osiągnąć samodzielnie porozumienia w tym zakresie. Zawsze jednak ingerencję taką należy oceniać jako działanie subsydiarne, a więc uzupełniające zaniechanie stron umowy w zakresie treści umowy opcji. Regulacja prawa włoskiego oceniona winna więc być może jako swego rodzaju sankcja inna od nieważności czynności prawnej, nie zaś jako dopuszczenie do zawierania umów opcji pozbawionych terminu opcyjnego.

Widzimy więc, że termin jako element charakterystyczny umowy opcji a nie jako dodatkowe zastrzeżenie umowne, obecny jest w nadających ton prawu cywilnemu porządkach prawnych. W polskim prawie cywilnym znajdziemy na ten temat co najwyżej pośrednie, lecz cenne, wskazówki. Analiza systemowa została przeprowadzona przez M. Gutowskiego, który odpowiedzi na pytanie o niezbędność i ewentualne skutki niezastrzeżenia terminu w umowie opcji udzielił na podstawie regulacji ustawowych oferty i umowy przedwstępnej, jako instytucji prowadzących do zawarcia umowy, a przez to podobnych do umowy opcji⁶².

⁵⁸ A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 130-131.

⁵⁹ J. Waszczuk – Napiórkowska, *Termin w ofercie i umowie opcji w prawie włoskim*, [w] *Europeizacja prawa prywatnego*, (red.) M. Pazdan, W. Popiołek, E. Rott – Pietrzyk, M. Szpunar, t. II, Warszawa 2008, s. 625.

⁶⁰ Quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'art. 1329. Se per l'accettazione non è stato fissato un termine, questo può essere stabilito dal giudice (1183), tłum. A. J.: *Gdy strony zgadzają się, że jedna z nich pozostanie związana swoją ofertą, a druga ma prawo do jej przyjęcia, złożenie przez pierwszą z nich takiej oferty uważa się za nieodwołalne w rozumieniu art. 1329. Jeśli czas związania ofertą nie został określony w jej treści, może zostać określony przez sąd.*

⁶¹ J. Waszczuk – Napiórkowska, *Termin w ofercie i umowie opcji w prawie włoskim*, [w:] *Europeizacja...*, s. 627.

⁶² M. Gutowski, *Umowa...*, s. 239-245.

M. Gutowski opowiada się więc za stosowaniem do umowy opcji odpowiednio przepisów o ofercie i jej przyjęciu. W myśl art. 66 § 1 k.c. oświadczenie drugiej stronie woli zawarcia umowy stanowi ofertę, jeżeli określa istotne postanowienia tej umowy, wobec czego powstaje konieczność ustalenia, jak długo oferent jest związany swoją ofertą⁶³. Stąd też ustawowa regulacja – zgodnie z art. 66 § 2 k.c. jeżeli oferent nie oznaczył w ofercie terminu, w ciągu którego oczekiwać będzie odpowiedzi, oferta złożona w obecności drugiej strony albo za pomocą środka bezpośredniego porozumiewania się na odległość przestaje wiązać, gdy nie zostanie przyjęta niezwłocznie, a złożona w inny sposób przestaje wiązać z upływem czasu, w którym składający ofertę mógł w zwykłym toku czynności otrzymać odpowiedź wysłaną bez nieuzasadnionego opóźnienia. Widać więc, że ustawodawca przeciwny jest permanentnemu związaniu ofertą. W tym miejscu stwierdzić wystarczy, że wystawienie oferty ma skutek analogiczny z udzieleniem opcji w tym sensie, że tworzy stan związania, a przyjęcie oferty ma skutek analogiczny do wykonania opcji, czyli prowadzi do zawarcia umowy. Stąd też uzasadniony wydaje się pogląd, że w tym zakresie należy odwołać się do regulacji oferty i opowiedzieć się za koniecznością zastrzeżenia terminu w umowie opcji. Wydaje się jednak, że wskutek odmiennych interesów stron umowy opcji i szybko zmieniających się wartości instrumentów bazowych, termin wykonania opcji musi zostać ściśle oznaczony już w samej umowie, a brak jest miejsca na niedookreślone pojęcia użyte przez ustawodawcę w art. 62 § 2 k.c.⁶⁴.

Do podobnych wniosków dojść można po przyjrzeniu się terminowi występującemu w umowie przedwstępnej. Jak zauważa M. Gutowski *jednostronnie zobowiązująca umowa przedwstępna w jej silniejszej postaci prowadzi bowiem do powstania stosunku prawnego o skutkach nie tak daleko idących jak umowa opcji*⁶⁵. Nieporównywalnie silniejsze jest przecież uprawnienie opcjobjoicy do samodzielnego zawarcia umowy niż roszczenie o jej zawarcie przysługujące uprawnionemu z umowy przedwstępnej. Jednak dla ważności umowy przedwstępnej konieczne jest ustalenie terminu dla domagania się zawarcia umowy przyrzeczonej. Z. Radwański jest zdania, że *zamieszczenie terminu w umowach przedwstępnych nie tylko nie jest zakazane, ale wręcz pożądane, ponieważ jasno wskazuje okres, w jakim strona ma pozostawać w gotowości do zawarcia umowy*⁶⁶. Autor ten wywodzi dalej, że *jeżeli termin zawarcia umowy definitywnej nie został wyznaczony [...] nie można żądać zawarcia umowy przyrzeczonej [...], co oznacza,*

⁶³ M. in. A. Wolter i in., *Prawo cywilne...*, s. 292; W. J. Katner, M. Stahl, W. Nykiel, *Umowa sprzedaży w obrocie gospodarczym*, Warszawa 1996, s. 108-109.

⁶⁴ Inaczej: M. Krajewski, *Konstrukcja prawna umowy opcji*, [w:] *Europeizacja...*, s. 608.

⁶⁵ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 242.

⁶⁶ Z. Radwański, A. Olejniczak, *Zobowiązania...*, s. 142.

że *termin roczny* [rok na wyznaczenie terminu, jeżeli nie nastąpiło to w treści umowy przedwstępnej – przyp. A. J.] *ma charakter zawity i po jego upływie zobowiązanie z umowy przedwstępnej wygasa*⁶⁷. Używając argumentu *a minori ad maius*, M. Gutowski stwierdza, że *skoro aktualnie obowiązujące prawo uznaje spełnienie określonych wymogów za przesłankę skuteczności powstania określonego stosunku prawnego, to dla skuteczności stosunku prawnego o dalej idących konsekwencjach prawnych niezbędne jest zachowanie takich samych wymogów*⁶⁸.

Wydaje się, że nie można stosować do wyznaczenia terminu wykonania opcji art. 389 § 2 zd. 1 k.c., gdyż oznaczałoby to zbytne osłabienie pozycji opcjodawcy i prowadziło do zachwiania równowagi stron tej umowy. Wobec przeważnie sprzecznych interesów stron umowy opcji, ścisłe oznaczenie terminu wykonania już w umowie opcji zdaje się być sprawą podstawową. Z tych chociażby względów należy odmówić dopuszczalności kreowania umów opcji, w których nie określono jednoznacznie terminu wykonania opcji.

Wreszcie, trzecią płaszczyzną, która może utwierdzić już w przekonaniu, że w umowie opcji konieczne jest określenie terminu, są regulacje określające obrót opcjami, jako instrumentami finansowymi.

Art. 3 ust. 3 nieobowiązującej już ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi stanowił, że *opcja to pochodny papier wartościowy stwierdzający nabycie prawa do zakupu lub sprzedaży po z góry ustalonej cenie w określonym momencie w przyszłości innego papieru wartościowego lub dokonania rozliczenia pieniężnego*. Ustawa ta wyraźnie wskazywała na termin, jako element konstytutywny opcji. Obecnie obowiązująca ustawa o obrocie instrumentami finansowymi nie zawiera takiej wskazówki, co wynika jednak moim zdaniem nie ze zrezygnowania przez ustawodawcę z obowiązku określenia terminu opcyjnego, a z faktu, że jest to na tyle oczywiste, że nie wymaga regulacji. Wydaje się, że jest to błąd, bowiem jak pokazuje praktyka, wielu klientów firm inwestycyjnych zawiera umowy opcji nie mając wystarczającej wiedzy o ich konstrukcji, co oznacza, że istnieje potrzeba uregulowania na szczeblu ustawowym choćby najbardziej podstawowych cech opcji, do których niewątpliwie zaliczyć należy również termin.

Regulamin Giełdy dnia 4 stycznia 2006 roku, który, jako uchwała Rady Giełdy, nie jest jednak źródłem prawa powszechnie obowiązującego, wyznacza standardy obrotu opcjami. W § 59 kładzie on nacisk na z góry ustalony termin, w którym opcjodawca będzie mógł ze swego prawa skorzystać, wskazując termin jako cechę charakterystyczną umowy opcji występujących na GPW. Jak była już mowa, Regulamin ten nie będąc jednak źródłem prawa powszechnie

⁶⁷ *Ibidem*.

⁶⁸ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 243.

obowiązującego, z drugiej zaś odnosząc się tylko do opcji zawieranych na rynku, będącym przedmiotem jego regulacji, nie ma zastosowania do umów opcji zawieranych poza rynkiem zorganizowanym.

Można wyróżnić dwa rodzaje terminów związanych z opcjami. Są to termin wygaśnięcia opcji i termin wykonania opcji, które to pojęcia były do tej pory używane zamiennie. Rozróżnienie to ma rację bytu jedynie na gruncie opcji typu amerykańskiego, czyli gdy termin rozumiany jest jako okres a nie punkt. W takiej sytuacji termin wykonania oznaczał będzie cały czas, w którym uprawniony może z opcji skorzystać a termin wygaśnięcia rozumiany będzie jako koniec terminu wykonania. W opcjach typu europejskiego rozróżnienie takie jest nieuprawnione, gdyż terminy te zlewają się w jeden wskazujący datę, w której opcjebiorca może opcję wykonać, a po której jego uprawnienie wygasa⁶⁹.

Na koniec zadać trzeba pytanie o charakter terminu opcyjnego. M. Krajewski pisze, że w razie niezrealizowania w terminie uprawnienia wynikającego z opcji powinno ono wygasać⁷⁰. Wygaśnięcie może być skutkiem różnych okoliczności, w tym upływu terminu do realizacji takiego prawa. Terminy powodujące wygaśnięcie uprawnień noszą nazwę terminów zawitych. Wedle wszelkich kryteriów termin wykonania opcji jest zatem terminem zawitym, czyli takim, który nie ma jedynie charakteru instrukcyjnego, lecz z jego niezachowaniem związane są ujemne skutki dla strony w postaci definitywnej utraty uprawnień⁷¹. Jest to stwierdzenie niezależne od przyjętej koncepcji charakteru uprawnienia opcyjnego.

3.3. Sposób wykonania prawa opcyjnego

Do *essentialia contractus* umowy opcji zalicza się z pewnością określenie sposobu wykonania umowy opcji. Nie mam w tym miejscu na myśli charakteru prawnego uprawnienia opcyjnego, który zostanie poddany szczegółowej analizie w rozdziale VII. Przedmiotem tego fragmentu rozważań jest natomiast przedstawienie, jako elementu przedmiotowo istotnego, postanowienia o wyborze sposobu wykonania opcji, który skutkuje uznaniem opcji za rzeczywistą lub nierzeczywistą.

Podział opcji na rzeczywiste i nierzeczywiste jest jednym z możliwych, które zostały już przedstawione w rozdziale IV. Został tam on jednak zaledwie wspomniany, bowiem ze względu na jego silne powiązanie z omawianym składnikiem przedmiotowo istotnym umowy opcji, jego opis winien znaleźć się w tym miejscu.

⁶⁹ M. Romanowski, *Charakter...*, PPH 1999/5, s. 28.

⁷⁰ M. Krajewski, *op. cit.*, s. 600.

⁷¹ *Ibidem*.

Jako przykład posłuży najlepiej definicja zbudowana przez A. Chłopeckiego. Wyjaśnia ona, że opcja nierzeczywista to *taki rodzaj praw pochodnych, w którym instrument bazowy nie jest istniejącym realnie instrumentem finansowym, lecz pewną abstrakcyjną konstrukcją, która jest zbudowana na bazie realnie istniejących instrumentów finansowych*. Autor ten przeciwstawia im *prawa pochodne na bazie rzeczywistej, tj. takie, w których instrument bazowy jest instrumentem finansowym realnie istniejącym – np. akcja, obligacja, waluta*⁷².

Sama idea przeciwstawienia opcji rzeczywistych nierzeczywistym zasługuje oczywiście na uznanie, jednak kryterium przyjęte przez przytoczonego autora uważam za nietrafne. Oparte jest ono w gruncie rzeczy na podziale instrumentów bazowych na takie, które mogą być przedmiotem obrotu cywilnoprawnego, jak akcje, obligacje waluty czy surowce oraz takie, które nie nadają się do obrotu, jak indeksy giełdowe czy stopy procentowe⁷³. A. Chłopecki wychodzi ze słusznego założenia, że w przypadku wykonania opcji opartych na instrumentach abstrakcyjnych nie jest możliwa ich fizyczna dostawa, lecz konieczne jest rozliczenie finansowe polegające na wypłacie kwoty pieniężnej będącej różnicą między wartością określoną w umowie opcyjnej a wartością (bądź też poziomem np. poziomem indeksu) w dniu jej wykonania (w przypadku opcji *call*) lub kwoty stanowiącej różnicę wartości instrumentu w dniu wykonania i wartości ustalonej w kontrakcie opcyjnym (w przypadku opcji *put*). Co do tego nie ma wątpliwości. Omawiany autor zdaje się jednak przy budowaniu tego podziału nie uwzględniać faktu, że wykonanie opcji polegające na rozliczeniu może mieć miejsce również w przypadku, gdy instrument będzie nie abstrakcyjny lecz realny, jak akcja. Przykładowo, gdy strony ustaliły, że jedna z nich nabywa prawo do zakupu 100 akcji danej spółki po cenie 90 PLN w dniu 30 listopada 2014 roku, a w dniu wykonania ich cena wynosi 100 PLN, możliwe są dwa warianty (co jest oczywiście wcześniej ustalone w umowie opcji lub w umowie ramowej) wykonania opcji. Pierwszy będzie oznaczał obowiązek przeniesienia własności 100 akcji na opcjobiorcę po cenie 90 PLN i zapłatę przez niego 9000 PLN ceny. Drugi wariant będzie oznaczał, że opcjodawca zapłaci $(100\text{zł} - 90\text{ PLN}) \times 100 = 1000\text{ PLN}$ opcjobiorcy⁷⁴.

Widzimy więc, że podział zaproponowany przez A. Chłopeckiego nie sprawdza się z tego powodu, że w przypadku instrumentów bazowych rzeczywistych, wykonanie opcji może mieć charakter zarówno rzeczywisty, jak i rozliczeniowy,

⁷² A. Chłopecki, *op. cit.*, s. 34-35.

⁷³ M. Romanowski, *op. cit.*, s. 26.

⁷⁴ Można dostrzec tu pewne podobieństwo z potrąceniem z tym jednak zastrzeżeniem, że z góry wiadomo jedynie, jaka będzie wierzytelność jednej ze stron, a wysokość wierzytelności drugiej z nich będzie bezpośrednio zależna od wartości instrumentu bazowego w dniu wykonania prawa opcyjnego.

co nie jest przecież wyjątkiem. Z drugiej strony, jeżeli instrument bazowy ma charakter nierzeczywisty, wykonanie opartego na nim kontraktu będzie polegać wyłącznie na świadczeniu finansowym, bez możliwości fizycznej dostawy. Wydaje się, że genezą podziału na opcje rzeczywiste, zwane przecież opcjami z dostawą fizyczną, i opcje nierzeczywiste, które zamiennie określa się mianem opcji z rozliczeniem pieniężnym, był sposób spełnienia świadczenia, a nie jego przedmiot.

Zwrócić przy tym należy uwagę na art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. „d”, który reguluje instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron⁷⁵. Instrumenty te ze względu na naturę instrumentu bazowego nadają się zarówno do wykonania rzeczywistego, jak i rozliczenia pieniężnego, uzależniając to od woli jednej ze stron. Oznacza to, że do samego końca nie będzie wiadomo, jaki charakter (rzeczywisty czy nierzeczywisty) będzie miało jej wykonanie, co sugeruje, że kryterium tego podziału nie może być charakter instrumentu bazowego a sposób wykonania opcji.

Należy więc, moim zdaniem, przyjąć inne kryterium podziału opcji rzeczywistych i nierzeczywistych – takie, jakie stworzyła nauka i praktyka finansowa. Zgodnie z tym z *punktu widzenia przedmiotu świadczenia* wyróżniamy *transakcje, których rozliczenie następuje przez świadczenie pieniężne w miejsce przeniesienia tytułu do instrumentu bazowego* zwane transakcjami nierzeczywistymi oraz *rzeczywiste, czyli transakcje, których wykonanie następuje w postaci dostawy instrumentu bazowego [...] i zapłaty ceny*⁷⁶. Podobny pogląd zdaje się prezentować L. Sobolewski w kwalifikacji opcji kładąc nacisk na sposób spełnienia świadczenia. Według tego autora *jedna ze stron nabywa uprawnienie do nabycia lub zbycia określonego instrumentu podstawowego lub też prawo do ekwiwalentnego (adekwatnego) rozliczenia finansowego*. Autor ten pisze w końcu, że *gdy z woli strony uprawnionej lub z natury umowy opcyjnej wynika rozliczenie finansowe, umowa opcyjna przypomina konstrukcyjnie tzw. umowy różniczkowe [...]*⁷⁷, kładąc tym samym nacisk na sposób spełnienia świadczenia bez względu na to, czy rozliczenie musiało czy też mogło być finansowe. Wreszcie, dodać można, że prawdziwą rewolucją na rynkach giełdowych było wprowadzenie opcji rozliczeniowych na instrumenty bazowe rzeczywiste, co wiązało się z częstszym sto-

⁷⁵ O możliwości wyboru świadczenia przez jedną ze stron (niekoniecznie przez dłużnika, jak to ma miejsce z zobowiązaniu przemiennym z art. 365 k.c.), pisał T. Dybowski, *SPC*, s. 96 i 156-159. Opisaną sytuację nie należy tym bardziej mylić z *datio in solutum* (art. 453 k.c.).

⁷⁶ A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Kraków 2005, s. 27

⁷⁷ L. Sobolewski, *op.cit.*, s. 6.

sowaniem tzw. dźwigni finansowej⁷⁸. Dopiero konsekwencją ich pojawienia się było powstanie opcji opartych na tak różnych podstawach jak stopy procentowe, poziomy indeksów a nawet temperatura czy ciśnienie powietrza – dzięki zastosowaniu mechanizmu rozliczenia pieniężnego możliwe jest stworzenie prawa pochodnego na każdy zmienny współczynnik.

Wobec tak sprecyzowanego podziału na opcje rzeczywiste i nierzeczywiste zastanowić się jednak wypada, czy określenie rodzaju opcji jest rzeczywiście warunkiem uznania danej umowy za umowę opcji lub idąc dalej, jej ważności lub skuteczności. Innymi słowy, zadać należy pytanie, czy brak precyzyjnego oznaczenia opcji jako rzeczywistej lub nierzeczywistej skutkować będzie tym, że umowa nie zostanie zawarta lub będzie wadliwa.

Wydaje się, że ocena prawna takiej sytuacji prowadzić może do jednego z dwóch wniosków. Po pierwsze, przyjąć można, że wobec braku ustalenia treści umowy w zakresie jednego z elementów przedmiotowo istotnych skutkować będzie uznaniem, że nie została ona dokonana⁷⁹. Klasycznym przykładem jest umowa sprzedaży, w której strony nie oznaczyły przedmiotu sprzedaży. W odniesieniu do umowy opcji Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich uznał, że umowa opcji, w której strony nie określiły premii opcyjnej, która jest jej elementem przedmiotowo istotnym, nie jest zawarta⁸⁰. Nie rodzi to skutków w postaci wady czynności prawnej, a oznacza jedynie, że czynność prawna nie została dokonana. Zwrócić jednak należy uwagę, że *postanowienia te nie muszą być wyraźne; wystarczy, że wynikają z zachowań stron*⁸¹. Niemniej jednak, gdy ustawa przewiduje dokonanie czynności w określonej formie (która ustawowo przewidziana jest jednak tylko dla umowy o oferowanie instrumentów finansowych), to przyjmuje się, że wszystkie postanowienia przedmiotowo istotne winny być złożone w dokumencie objętym tą formą⁸². Przeniesienie tego wniosku na grunt umowy opcji byłoby z pewnością najprostsze.

Drugi z możliwych wniosków jest taki, że nieoznaczenie w umowie opcji sposobu wykonania opcji oznacza, że strony przyjęły w sposób dorozumiany, że zawierają umowę opcji rzeczywistej, jeżeli instrument bazowy jest dobrem funkcjonującym w obrocie cywilnoprawnym albo też opcji nierzeczywistej, gdy

⁷⁸ T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wrocław 2002, s. 97 i n.

⁷⁹ M. Safjan [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, (red.) K. Pietrzykowski, t. I, Warszawa 2002, s. 164.

⁸⁰ Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 14 czerwca 2011 roku w sprawie S SP-M.6/B/10, niepublikowany.

⁸¹ M. Pyziak – Szafnicka, *op. cit.*, s. 551.

⁸² A. Szpunar, *Zakres formy notarialnej przy przeniesieniu własności nieruchomości*, NP. 1987/9, s. 3 i n.; bardziej rygorystycznie E. Drozd, *SPP*, t. II, s. 119 i n.

jest jedynie dającym się ująć liczbowo wskaźnikiem, który w obrocie nie jest z natury przedmiotem obrotu cywilnego. Zauważyć należy, że drugi pogląd również ma umocowanie w przytoczonej wyżej wypowiedzi M. Pyziak-Szafnickiej. Skłaniam się ku tej drugiej możliwości, co znajduje oparcie w poniższej argumentacji.

Nie ulega wątpliwości, że opcja w modelowym ujęciu może zostać wykonana na oba sposoby. Niemniej jednak uznać należy, że modelem klasycznym i posiadającym silniejszą bazę konstrukcyjną jest opcja rzeczywista. Opcje nierzeczywiste stanowią pewne *novum*, mimo że w zależności od instrumentu bazowego, w sposób nierzeczywisty może zostać wykonana każda opcja, a w sposób rzeczywisty tylko te oparte na instrumencie bazowym, który może być przedmiotem obrotu cywilnego. Można więc pokusić się o ostrożną hipotezę, że istnieje domniemanie zawarcia umowy opcji z wykonaniem rzeczywistym, a strony pragnące dokonać w miejsce przeniesienia własności rozliczenia pieniężnego, winny to w umowie jasno stwierdzić⁸³.

Drugie z zaprezentowanych stanowisk znajduje oparcie również w argumentacji celowościowej. Zmierza bowiem do utrzymania w mocy czynności prawnej poprzez jej wykładnię umożliwiającą, na podstawie art. 65 § 2 k.c. uznanie umowy za zawartą i wiążącą strony⁸⁴.

Powstaje jednak pytanie, czy w takim przypadku w sytuacji, gdy istota instrumentu bazowego pozwala zarówno na realizację opcji w sposób rzeczywisty jak i nierzeczywisty, określenie instrumenty bazowego będzie w dalszym ciągu postanowieniem przedmiotowo istotnym, czy też przyjmiemy, że postanowienie o wykonaniu nierzeczywistym, będzie dodatkowym zastrzeżeniem umownym. Wydaje się, że odpowiedź na to pytanie winna być negatywna z dwóch powodów.

Po pierwsze, bez względu na to, czy sposób wykonania będzie wynikał wprost z czynności prawnej czy też z mającego zwyczajowe tylko umocowanie domniemania, odnosi się do elementu konstrukcyjnego, który z punktu widzenia treści umowy jest fundamentalny. Umowa opcji musi zostać wykonana na jeden z tych sposobów a jego określenie (bez względu na sposób), jest warunkiem jej zawarcia. Nie może bowiem funkcjonować w obrocie umowa opcji, która nie będzie przewidywała możliwości swojej realizacji (który nie będzie wynikał z ustaleń stron, ale i przepisów prawa i zwyczajów zgodnie z art. 65 § 2 k.c.). Wniosek ten byłby tak absurdalny, że nie warto się nad nim dłużej zatrzymywać. Istotą umowy opcji jest bowiem prawo do decydowania o zawarciu w przyszłości innej umowy lub dokonania rozliczenia pieniężnego. Umowa opcji pozbawiona tego elementu nie jest umową opcji i byłaby chyba w ogóle czynnością nieważną.

⁸³ Zdaję sobie całkowicie sprawę ze znacznej „umowności” tego stanowiska oraz z tego, że w najbliższym czasie może ono okazać się nieaktualne.

⁸⁴ O wykładni *in favorem contractus* Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 80 i in., W. Robaczyński, *op. cit.*, s. 690.

Po drugie wydaje się, że różnicowanie statusu jednego z postanowień, jakim jest sposób wykonania umowy w zależności od tego, czy instrument bazowy może być przedmiotem obrotu cywilnego, czy też nie, nie jest poprawne. Skoro bowiem postanowienia przedmiotowo istotne konstytuują czynność prawną, która bez ich określenia (w tym dorozumianego⁸⁵) nie zostaje dokonana⁸⁶, to uznać należy, że każda czynność jednego rodzaju musi zawierać te same elementy charakterystyczne, bowiem przez nie właśnie jest definiowana. Drugo lub nawet trzecioplanowe okoliczności dotyczące właściwości instrumentu bazowego nie mogą decydować o tym, które z postanowień jest lub nie jest postanowieniem przedmiotowo istotnym. W takiej sytuacji określenie sposobu realizacji umowy byłoby raz postanowieniem przedmiotowo istotnym, innym zaś razem dodatkowym zastrzeżeniem umownym, co wydaje się jednak wnioskiem nie do przyjęcia.

W związku z powyższym, zasadne jest uznanie, że określenie sposobu wykonania opcji w umowie jest elementem przedmiotowo istotnym. Zaniechanie jego określenia w sytuacji posłużenia się instrumentem bazowym niemającym zdolności do bycia przedmiotem obrotu cywilnego, nie ma jednak znaczenia, bowiem możliwe jest tylko wykonanie nierzeczywiste takiej opcji. W takiej sytuacji określanie sposobu wykonania nie jest potrzebne, bowiem jasne jest, że istnieje jedna tylko jego możliwość. W przypadku zaś instrumentu bazowego, który przedmiotem obrotu być może, wysnuć możemy domniemanie, że stronom chodziło o opcję z rozliczeniem rzeczywistym⁸⁷.

3.4. Premia opcyjna

Przedmiotem analizy premii opcyjnej nie jest bynajmniej ocena opcji z punktu widzenia wzajemności i odpłatności⁸⁸. W tym podrozdziale wychodząc z analizy natury umowy opcji należy obronić postawioną wyżej hipotezę, że premia opcyjna jest elementem przedmiotowo istotnym umowy opcji⁸⁹, której przeciwieństwem jest przyjęcie, że jest możliwe konstruowanie takich umów opcji,

⁸⁵ Inaczej M. Kępiński, *Przeniesienie własności nieruchomości rolnych*, Poznań 1970, s. 57.

⁸⁶ M. Pyziak-Szafnicka, *op. cit.*, s. 551.

⁸⁷ Ostatni wniosek wiąże się jednak z zastrzeżeniem, że nie należy lekceważyć rozpowszechniania się opcji nierzeczywistych i prawdopodobnie już niedługo może on się okazać nieaktualny. Wydaje się, że na gruncie opcji walutowych przyjęcie powyższego założenia byłoby błędne już teraz. Należy przychylić się ku niemu z tego względu, że wykonanie rzeczywiste, mimo słabnącej popularności, jest klarowniejsze, czystsze z konstrukcyjnego punktu widzenia w sytuacji, gdy rozliczenie finansowe stanowi w moim odczuciu ciągle tylko pewien wariant, możliwość i konstrukcyjnie przynajmniej prowadzi do przyjęcia pewnej odmiany opcji.

⁸⁸ Zostanie to bowiem uczynione w rozdziale VII.

⁸⁹ Tak też m.in. A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 56.

które tego elementu nie będą zawierać. Należy jasno podkreślić, że jest to zagadnienie o najwyższym znaczeniu praktycznym zważywszy na wiele spraw trafiających do sądów powszechnych, Sądu Najwyższego, jak i sądów polubownych, w których jednym z argumentów klientów firm inwestycyjnych jest nieważność zawartych umów opcji właśnie ze względu na brak elementu w postaci premii (tzw. opcje bezkosztowe, opcje zerokosztowe⁹⁰). Warto zaznaczyć, że orzecznictwo jest w tym zakresie chwiejne nie tylko co do uznania wadliwości takiej umowy, ale również co do wyboru sankcji⁹¹.

Zastanowić się więc trzeba, czy naturze opcyjnego stosunku prawnego odpowiada umowa, która nie zawiera premii opcyjnej⁹². Czy taka umowa może zostać uznana za umowę opcji? Odpowiedzi na to pytanie, co trzeba podkreślić – różne odpowiedzi, znajdujemy w najnowszym orzecznictwie. Zanim jednak przejdę do przedstawienia potencjalnych rozwiązań tego problemu, poddam bliższej analizie samo zagadnienie zerokosztowości, gdyż nastrocza ono wiele problemów.

Pojęcie zerokosztowości wiąże się w polskiej praktyce ściśle z tak zwanymi toksycznymi opcjami walutowymi⁹³. W pewnym uproszczeniu zerokosztowość polega na wyeliminowaniu z treści umowy opcji obowiązku zapłaty premii w sytuacji, gdy między tymi samymi stronami dochodzi do zawarcia przeciwstawnej umowy opcji, w której dotychczasowy opcyjbiorca (a więc strona, która winna zapłacić premię) staje się opcjodawcą (a więc stroną, której premia winna przysługiwać). Opcja zerokosztowa jest więc umową, która zawierana jest w pewnym szerszym kontekście, którego podstawowym elementem jest analogiczna opcja przeciwstawna (tzw. strategia opcyjna). Opcje te zyskały miano „toksycznych”. Wynikało to z tego, że opcje wystawiane przez klienta firmy inwestycyjnej jako przeciwstawne do opcji wystawianych klientowi przez tę firmę⁹⁴ opiewały często na kwoty znacznie wyższe. Co więcej, opcje wystawiane przez firmę inwestycyjną były opcjami barierowymi. Ryzyko przez te firmy ponoszone było więc

⁹⁰ Vide A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym...*, s. 4-10.

⁹¹ częściej spotyka się rozważania skupione na ewentualnej nieważności umowy opcji, rzadziej niestety refleksji (bez względu na jej wynik) poddawana jest sankcja bezskuteczności.

⁹² Można bowiem wyobrazić sobie umowę, mocą której jedna ze stron będzie uprawniona do decydowania o zawarciu określonej umowy w przyszłości. Bez większych problemów odnajdziemy w niej cechy umowy przedwstępnej i będziemy ją oceniać z punktu widzenia odpowiednich regulacji (art. 389, 390 k.c.).

⁹³ Szerzej na ten temat: P. Karkowski, *Toksyczne opcje walutowe. Od zaufania do bankructwa*, Warszawa 2009, s. 67-70; A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym...*, s. 4-10.

⁹⁴ Klient był w relacjach z firmą inwestycyjną opcyjbiorcą w odniesieniu do części umów opcji, co pozwalało mu ograniczyć ryzyko walutowe w prowadzonej przez siebie działalności, ale w innych umowach opcji był już opcjodawcą, co było warunkiem firmy inwestycyjnej zwolnienia klienta z obowiązku zapłacenia premii opcyjnej z pierwszej partii umów.

ograniczone w przeciwieństwie do ryzyka ponoszonego przez klienta⁹⁵. Powstaje więc pytanie, czy umowy takie w ogóle mogą być uznane za umowy opcji w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Możliwe są teoretycznie trzy rozwiązania postawionego problemu. Po pierwsze uznać można, że wierzytelności stron wynikające z obowiązku zapłaty premii opcyjnej z każdej z tych umów uległy potrąceniu (art. 498 i n. k.c.), a więc zostały umorzone do wysokości wierzytelności niższej. Drugim rozwiązaniem jest przyjęcie, że premia (jako świadczenie pieniężne) jest tylko jednym z możliwych świadczeń opcjodawcy, a możliwe jest również na mocy postanowienia stron spełnienie innego świadczenia⁹⁶, na przykład w postaci wystawienia opcji przeciwstawnej. Trzecią możliwością jest uznanie, że umowy takie nie są umowami opcji, a więc nie znajdują oparcia ani w umowach ramowych, ani też w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi; nie dadzą się bowiem zakwalifikować, jako inne instrumenty finansowe, co rodzić będzie konsekwencje opisane w rozdziale V.

Pierwsze stanowisko nie daje się obronić, gdyż zastosowanie potrącenia wymaga przecież, poza innymi przesłankami, istnienia skonkretyzowanych i wymagalnych wierzytelności, które mają zostać potrącone⁹⁷. W tej konstrukcji brak jest jednak tych wierzytelności, co więcej ich potencjalna wysokość nie została nawet określona. Przyjęcie „zerokosztowości” nieodzownie wiązać by się musiało również z równością gotowych do potrącenia wierzytelności, a więc możliwością umorzenia obu w całości, skoro na żadnym etapie nie występuje ewentualne świadczenie wyrównawcze. Byłby to wniosek niedający się utrzymać w świetle najczęściej różnej wysokości przyjętych przez strony zobowiązań. Warto w tym miejscu zwrócić ponownie uwagę na wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie, który uznał analizując zarzut potrącenia premii w umowie opcji, że *oczywiście wzajemne świadczenia stron mogłyby ulec potrąceniu, niemniej jednak każda z umów winna być zawarta w prawem przewidziany sposób, w tym przypadku poprzez wskazanie i odrębne ustalenie essentialia negotii*⁹⁸ *każdej z nich, następnie później mogłyby być dopiero ewentualne postanowienia co do kompensacji. Tak się nie stało w zakresie umowy opcji z uwagi na fakt, iż strony nie ustaliły wartości premii, daty jej płatności i waluty. Sąd ten stwierdził dalej, że Rozpatrując problem czysto teoretycznie, należy zauważyć, iż aby mogło dojść do porównania czy próby kompensaty zysku z umowy spotowej i premii z opcji, winna*

⁹⁵ W. Gontarski, *Toksyczne opcje...*, s. 10 i n.

⁹⁶ Możliwość taką dopuszcza M. Krajewski, *Konstrukcja...*, s. 607.

⁹⁷ K. Gandor, SPC, s. 856 i n., A. Janiak, *op. cit.*, s. 689 i n.

⁹⁸ użycie tego sformułowania przez sąd jest potwierdzeniem wcześniej wspomnianej różnicy zdań co do dopuszczalności posługiwania się nim w odniesieniu do umów nienazwanych.

*być określona wycena opcji i odpowiadająca jej premia*⁹⁹, z czym oczywiście należy się zgodzić. Na konieczność ustalenia wysokości potrącanych ewentualnie wierzytelności wynikających z obowiązku zapłaty premii opcyjnej zwrócił również uwagę Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich, który podkreślił, że zawarcie umowy opcji w ramach szerszej strategii opcji zerokosztowych nie wyłącza obowiązku stron określenia wysokości premii opcyjnej nawet jeśli mają one w istocie ulec potrąceniu, bowiem każda z tych opcji jest osobną umową i premia opcyjna, jako element przedmiotowo istotny umowy opcji musi być ustalona w każdej z tych umów z osobna podkreślając przy tym, że dla osiągnięcia końcowego efektu zerokosztowości wskutek potrącenia konieczne jest właśnie ustalenie wysokości wszystkich wierzytelności, które miałyby ulec potrąceniu¹⁰⁰. Na podobnym stanowisku stanął Sąd Apelacyjny w Katowicach, który uznał, że *strony bowiem zobowiązane są do ustalenia poszczególnych premii, by móc w konsekwencji przyjąć, że zaistniały warunki do złożenia oświadczenia o potrąceniu*¹⁰¹. Za nietrafne w świetle powyższego należy uznać stanowisko, jakie zajął Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich, który uznał, że w strukturze zerokosztowej jedna ze stron nabywa opcje rozumiane jako całość, nie płacąc za nie, ale również nie otrzymując premii za przyjęte przez siebie ryzyko¹⁰².

Drugi z poglądów wydaje się mieć dużo silniejszą podbudowę konstrukcyjną. Umowa opcji jest umową nienazwaną, co oznacza, że brak jest regulacji determinujących pieniężny charakter premii opcyjnej. Oznacza to, że nie ma teoretycznie przeciwwskazań, by świadczenie opcjobjorcy miało charakter niepieniężny. Jest jednak zasadnicza różnica między świadczeniem natury niepieniężnej będącym częścią umowy a zawarciem innej umowy, która całkowicie niweczy gospodarczy cel pierwotnej umowy opcji. Należy więc opowiedzieć się za możliwością określenia w umowie opcji niepieniężnego świadczenia będącego premią opcyjną, o ile jednak wartość tego świadczenia da się wycenić w pieniądzu, a jego konstrukcja nie będzie sprzeczna z naturą stosunku prawnego¹⁰³.

⁹⁹ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 28 czerwca 2012 roku w sprawie VI ACa 169/12.

¹⁰⁰ Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 14 czerwca 2011 roku w sprawie S SP-M.6/B/10, niepublikowany.

¹⁰¹ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 27 lutego 2013 roku w sprawie I ACa 915/12.

¹⁰² Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 25 kwietnia 2013 roku w sprawie SP-M.B/27/09, niepublikowany.

¹⁰³ Dla przykładu, trudno dostrzec przesłanki negatywne dla spełnienia premii w postaci przeniesienia własności akcji, których ilość będzie uzależniona od ich wartości rynkowej w dniu ustalenia wysokości premii bądź w dniu jej wykonania. Podstawowym warunkiem takiego ułożenia stosunku umownego jest jednak możliwość precyzyjnej wyceny wysokości premii i spełnianej w jej

Wydaje się, że w odniesieniu do przedstawionych wyżej opcji zerokosztowych, zasadne jest zajęcie trzeciego stanowiska, zgodnie z którym umowa taka nie jest umową opcji przewidzianą w umowie o oferowanie instrumentów finansowych. Pogląd ten znajduje uzasadnienie w dwóch aspektach, które nie są od siebie odległe. Pierwszym jest cel umowy opcji, który przez wprowadzenie tak opartej zerokosztowości został kompletnie wypaczony. Strony zawierają bowiem umowę opcji, by z jednej strony zabezpieczyć się przed niekorzystną dla nich zmianą kursu instrumentu bazowego (opcjobiorca) i w celu uzyskania premii opcyjnej w zamian za przyjęcie na siebie tego ryzyka (opcjodawca). Złudne wyeliminowanie premii, jako z góry wymagalnego świadczenia pieniężnego, w celu nakłonienia opcjobiorcy do przyjęcia w istocie większego jeszcze ryzyka sprzeczne jest z gospodarczym sensem i celem umowy opcji.

Naturalnie rodzi się pytanie o skutek takiego ukształtowania albo raczej zniekształcenia umowy. Możliwe odpowiedzi na nie są dwie. Pierwsza wiązać się będzie z konwersją tej umowy w inną konstrukcję zobowiązaniową. Druga natomiast rodzić będzie skutek w postaci nieważności takiej umowy, jako sprzecznej z naturą stosunku prawnego¹⁰⁴. Trafne wydaje się to drugie stanowisko¹⁰⁵. By jednak taki wniosek przyjąć, trzeba bliżej przyjrzeć się naturze opcji jako stosunku prawnego.

Umowa opcji jest stosunkiem cywilnoprawnym, a więc cechuje się równością stron¹⁰⁶. Równorzędność, jak pisze Z. Banaszczyk *oznacza tyle, że żaden z podmiotów (stron), niezależnie od tego, czy jest osobą fizyczną, osobą prawną, czy jednostką organizacyjną w rozumieniu art. 33¹ k.c., nie jest podporządkowany drugiemu*¹⁰⁷. Autor ten podkreśla, że równość stron oceniana jest nie tylko przez pryzmat braku podporządkowania jednej z nich drugiej, tak charakterystycznej dla stosunku administracyjnoprawnego, ale i ekwiwalentności ich wzajemnych świadczeń¹⁰⁸. Z. Radwański z kolei wskazuje, że naruszenie równowagi może się

miejsce tegoż świadczenia oraz jego adekwatność do świadczenia wzajemnego, jakim jest udzielenie prawa opcyjnego. Kwestią otwartą pozostaje, czy przy spełnieniu powyższych przesłanek świadczenie niepieniężne byłoby świadczeniem pierwotnym, czy też miałoby charakter świadczenia w miejsce wykonania (art. 453 k.c.).

¹⁰⁴ Tak Sąd Okręgowy w Zielonej Górze w wyroku z dnia 30 maja 2011 roku w sprawie V GC 68/09, niepublikowany.

¹⁰⁵ Warte rozważenia wydaje się również stanowisko zajęte przez Sąd Apelacyjny w Warszawie, który uznał, że skoro premia jest jednym z *essentialia negotii* umowy opcji, jej nieustalenie przez strony skutkuje niedojściem umowy do skutku. Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 28 czerwca 2012 roku w sprawie VI ACa 169/12.

¹⁰⁶ Z. Banaszczyk, *SPP*, t. I s. 837.

¹⁰⁷ *Ibidem*.

¹⁰⁸ *Ibidem*.

objawiać na dwóch płaszczyznach. Pierwsza obejmuje strukturę umowy, a więc *rozkład różnego rodzaju postanowień określających jakiego typu obowiązki lub uprawnienia przysługują stronom*. Druga natomiast odnosi się do wysokości świadczeń wzajemnych stron. Obie płaszczyzny winny być analizowane łącznie. Jako przykład umów, w których łatwo może dojść do naruszenia równowagi świadczeń stron przywołuje za doktryną niemiecką właśnie umowy losowe i zabezpieczające. Odstępstwa od obowiązujących w tej materii regulacji (a w ich braku z pewnością praktyki rynkowej) winny być oceniane z punktu widzenia zasady ekwiwalentności. Punktem wyjścia winna być więc wysokość świadczeń stron¹⁰⁹, co w odniesieniu do opcji zerokosztowych interpretować należy również przez pryzmat wielkości ryzyka przyjętego na siebie przez kontrahentów.

Powstaje jednak poważny problem, czy w ogóle możemy mówić o ekwiwalentności świadczeń stron w sytuacji, gdy ich dysproporcja ujawnia się dopiero w zestawieniu i analizie szeregu umów między nimi zawartych, jak to ma miejsce w omawianym przypadku, czy też do uznania danej umowy opcji za nieważną, jako sprzeczną z naturą stosunku prawnego, przesłanka ta musi zostać spełniona konkretnie w odniesieniu do tej umowy. Mamy bowiem do czynienia z szeregiem powiązanych ze sobą umów (tzw. strategią opcyjną), z których część polega na wystawieniu opcji i przyznaniu prawa opcji przez firmę inwestycyjną klientowi, część zaś zawarta jest w odwrotnej konfiguracji. Brak ekwiwalentności świadczeń nie musi się ujawnić w którejkolwiek z umów jednostkowych, jednakże będzie widoczny przy ich zestawieniu. Innymi słowy, każda z cząstkowych umów opcji nie musi się cechować brakiem ekwiwalentności, ale ujęte razem pozwalają wyciągnąć wniosek o takim ich zbiorczym ukształtowaniu, które narusza równość stron i godzi w cel gospodarczy umowy opcji.

Przyjęte wyżej założenie, że w opcjach zerokosztowych premia opcyjna w ogóle nie występuje¹¹⁰, prowadzi do jednoznacznego wniosku, że każda z zawartych w ten sposób pojedynczych umów opcji zawarta jest pod tytułem darmym, gdyż nie przewiduje świadczenia majątkowego nabywcy opcji. Przypomnijmy, że w umowie opcji celem wystawcy jest przyjęcie na siebie ryzyka, ale w celu otrzymania premii opcyjnej. W przeciwnym przypadku działanie takie pozbawione jest uzasadnienia ekonomicznego i uznane być powinno za nieracjonalne.

Zastanowić więc się trzeba, czy w ogóle można mówić o zobowiązaniu przyjętym na podstawie innej umowy, jako o świadczeniu ekwiwalentnym z innej umowy pierwotnie łączącej strony. Jak się wydaje nie ma ku temu przeciwwskazań. Stanowisko to znajduje oparcie w poniższych wywodach. Oznacza to, że można z punktu widzenia natury stosunku prawnego, a więc i ekwiwalentności

¹⁰⁹ Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 243-244.

¹¹⁰ co moim zdaniem już nie pozwala uznać tej konstrukcji za umowę opcji.

świadczeń poddać analizie nie tylko każdą jedną zawartą przez strony umowę opcji, ale celowe i konieczne jest to w odniesieniu do wyżej wspomnianych strategii opcyjnych, to jest szeregu wystandaryzowanych, pozostających ze sobą w związku funkcjonalnym umów, z których część zawarta jest jako świadczenie ekwiwalentne należne wystawcy pierwszej części opcji. Nie ma więc podstaw konstrukcyjnych, by taką wiązkę umów analizować więc niejako jako jedną umowę pod kątem zgodności z naturą stosunku prawnego.

Idąc dalej, zadać należy pytanie, czy istnieje jakakolwiek racjonalna przesłanka natury ekonomicznej, by świadczenie w postaci zapłaty premii opcyjnej zastępować obowiązkiem zawarcia innej umowy opcji¹¹¹, która jest między stronami przeciwstawna do pierwszej. Problem jest o tyle istotny, że stanowi jeden z argumentów, jakimi posługują się firmy inwestycyjne dochodzące swoich roszczeń z umów opcji zawartych w opisywanych okolicznościach. Jednym z elementów tej argumentacji jest właśnie próba uzasadnienia zawierania umów opcji przeciwstawnych w miejsce zapłaty premii. Przez opcję przeciwstawną rozumiem opcję wystawioną przez klienta firmy inwestycyjnej na jej rzecz, która przyniesie jej zysk w sytuacji odmiennego, niż objęte zabezpieczeniem wynikającym z wystawionych przez tę firmę opcji, ukształtowania wartości instrumentu bazowego. Cechą opcji jest ograniczenie ryzyka opcjobiorky do utraty premii opcyjnej, którą płaci przy zawarciu umowy. Przez utratę rozumieć tu należy oczywiście nieskorzystanie z opcji, gdy nie będzie to miało podstaw ekonomicznych. W opisaney wyżej sytuacji ta klarowna konstrukcja jest zaburzona, bowiem opcjobiorca, a więc osoba pragnąca zabezpieczyć swoje interesy gospodarcze i gotowa przeznaczyć w tym celu kwotę równą premii opcyjnej, przyjmuje na siebie w istocie ryzyko co najmniej tak duże, jakiego przez zawarcie umowy chciała uniknąć. Idąc dalej, zwrócić należy uwagę, że strategię opcji zerokosztowych były tak ukształtowane, że potencjalne świadczenia stron nie były równe, gdyż liczba umów opcji, w których klient firmy inwestycyjnej był wystawcą, a więc stroną przyjmującą na siebie ryzyko (to jest tych umów, do zawarcia których klient był zobowiązany zamiast zapłaty premii opcyjnej z umów „pierwotnych”) była często dużo wyższa niż umów opcji, jakie klient zawarł z firmą inwestycyjną w celu zabezpieczenia się przez niekorzystną dla siebie zmianą wartości instrumentu bazowego.

Tak przedstawiona konstrukcja funkcjonalnie ze sobą sprzężonej wiązki umów zawartych w oparciu o jedną umowę ramową jest w moim odczuciu sprzeczna z naturą stosunku prawnego jako takiego, abstrahując już

¹¹¹ Obowiązku zawarcia innej umowy nie można chyba nawet nazwać świadczeniem. Możliwa natomiast do obrony byłaby teza, że świadczeniem opcjobiorky byłoby udzielenie innego uprawnienia opcyjnego, natomiast zawarcie umowy opcji przeciwstawnej potraktować by należało jedynie jako czynność przygotowującą to świadczenie główne. *Vide*, T. Dybowski, *SPC*, t. III, s. 73-74 i 85 i n.

od sprzeczności z konstrukcją opcji, a rozumianego w sposób generalny¹¹². W moim odczuciu umowy takie nie są opcjami. Są one również nieważne, gdyż w sposób drastyczny naruszają naturę cywilnego stosunku prawnego w rozumieniu art. 353¹ k.c., jako opartego na równości stron¹¹³. Jak pisze J. Guść *jeżeli działania zmierzające do osiągnięcia celu zobowiązania naruszają pewne uniwersalne wartości, zgoda stron umowy, nawet w zakresie niezakazanym przez ustawy i zasady współżycia społecznego, jako sprzeczna z naturą stosunku prawnego, przekracza granice swobody kontraktowej*¹¹⁴. Nieważność ta odnosi się do strategii opcji zerokosztowych w całości, nie tylko zaś do poszczególnych umów opcji. Również z uwag przedstawionych za Z. Radwańskim w rozdziale V, odnoszących się do relacji między umowami wzajemnymi wynika, że dokonanie oceny nie tylko poszczególnej umowy, ale wszystkich umów ze sobą powiązanych, jest możliwe.

Mając powyższe na uwadze, uznać należy, że premia opcyjna rozumiana jako świadczenie wzajemne opcjodawcy na rzecz opcjodawcy jest elementem, którego wystąpienie jest konieczne dla uznania danej umowy za umowę opcji. Nie musi ona jednak przybrać postaci świadczenia pieniężnego. Świadczenie to musi jednak dać się wyrazić w pieniądzu i być adekwatne do ryzyka przyjętego przez opcjodawcę. Na identycznym stanowisku stanął Sąd Okręgowy w Warszawie, który stwierdził z jednej strony, że umowa opcji jako podobna do ubezpieczenia cechuje się świadczeniem wynagrodzenia w zamian za przyjęte ryzyko. Natomiast struktura opcji zerokosztowych cechuje się przyjęciem ryzyka przez dwie strony umowy. Powyższe okoliczności w połączeniu z brakiem ustalenia przez strony elementy przedmiotowego umowy opcji, jakim jest w ocenie sądu premia opcyjna doprowadziło sąd do wniosku, że zawarta umowa opcji jest nieważna¹¹⁵. Jak trafnie zauważył bowiem Sąd Apelacyjny w Katowicach *okoliczność, że zawarta umowa nie jest przyporządkowana żadnej umowie nazwanej uregulowanej ustawą, nie pozbawia jej jako umowy nienazwanej konieczności przypisania elementów istotnych decydujących o dojściu umowy do skutku*¹¹⁶. Na odmiennym, jak się wydaje nietrafnym, stanowisku stanął jednak Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich, który uznał, że skoro premia opcyjna nie została wymieniona w umowie ramowej jako element, który musi zostać między stronami uzgod-

¹¹² Vide J. Guść, *O właściwościach...*, s. 18.

¹¹³ *Ibidem*.

¹¹⁴ *Ibidem*.

¹¹⁵ Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 12 czerwca 2012 roku w sprawie XVI GC 622/10, niepublikowany.

¹¹⁶ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 27 lutego 2013 roku w sprawie I ACa 915/12.

niony, to znaczy, że nie jest ona elementem przedmiotowo istotnym umowy opcji, a na gruncie rozpoznawanej przez ten Sąd sprawy dopuszczalne było również określenie wysokości premii na 0 złotych¹¹⁷.

Jasno należy w tym miejscu stwierdzić, że sam fakt braku ekwiwalentności świadczeń stron nie jest wystarczającą przesłanką uznania umowy za nieważną¹¹⁸. Zdaniem Z. Radwańskiego, przyjęcie przeciwnego stanowiska *prowadziłoby do pozbawienia podmiotów prawa cywilnego szerokiego pola swobody decyzyjnej (swobody kontraktowej) i to bez uzasadnienia opartego na założeniach gospodarki rynkowej*, a nieekwiwalentne ustalenie świadczeń stron samo w sobie nie zasługuje jeszcze na negatywną ocenę moralną, która w świetle art. 58 k.c. miałaby rodzić wspomnianą nieważność¹¹⁹. Ocena ta może ulec, zdaniem tego autora, zmianie, gdy dysproporcja jest skutkiem *wykorzystania faktycznej przewagi jednej ze stron nad drugą w procesie kształtowania treści umowy krzywdzącej stronę*, co nie musi być nawet następstwem zamierzonego działania. Z. Radwański podaje jako przykład dokonanie czynności prawnej z naruszeniem interesów podopiecznego za zgodą jego opiekuna¹²⁰, co zdaniem Sądu Najwyższego jest działaniem sprzecznym z ustawą¹²¹. Na gruncie przywołanego w rozdziale V wyroku Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z 2013 roku, w którym Trybunał uznał, że firma inwestycyjna oferując indywidualnie instrumenty finansowe klientowi jako inwestorowi, działa w charakterze doradcy inwestycyjnego, powyższe uwagi pozwalają przyjąć, że w odniesieniu do umowy opcji zawartej w takiej konfiguracji podmiotowej ekwiwalentność świadczeń stron jest co najmniej „oczekiwana”. Skoro bowiem firma inwestycyjna działa jednocześnie w charakterze doradcy swojego klienta, należy domniemywać, że winna zaproponować mu zawarcie umowy, która co najmniej konstrukcyjnie zapewnia równość stron, w tym ekwiwalentność ich świadczeń. Warto w tym miejscu przywołać również wyrok Sądu Apelacyjnego w Krakowie, odnoszący się co prawda do innej umowy, jednak aktualny również na gruncie opcji, w którym Sąd ten uznał, że ocena dysproporcji świadczeń stron winna być dokonywana z uwzględnieniem *dodatkowych okoliczności na przykład wskazujących na wykorzystanie przez wierzyciela w rokowaniach umownych silniejszej pozycji gospodarczej względem dłużnika*¹²².

¹¹⁷ Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 30 kwietnia 2013 roku w sprawie SP-M.12/A/10.

¹¹⁸ Wyrok Sądu Apelacyjnego w Krakowie z dnia 14 maja 1991 roku w sprawie I ACr 99/91, OSA w Krakowie w sprawach cywilnych i gospodarczych, Rocznik I, 1993, s. 99-105.

¹¹⁹ Z. Radwański, *SPP*, t. II s. 245.

¹²⁰ *Ibidem*.

¹²¹ Wyrok SN z dnia 14 lipca 1992 roku w sprawie II CRN 60/92, LEX nr 9082.

¹²² Wyrok SA w Krakowie z dnia 18 grudnia 1990 roku w sprawie I ACr 11/90, niepublikowany.

Na końcu zaznaczyć należy, że sposób wyliczenia premii opcyjnej musi w sposób jasny wynikać z umowy lub jej ogólnych warunków (regulaminów), do której się ona odwołuje. Całkowicie niedopuszczalne jest przyznanie jednej tylko stronie arbitralnego jej ustalenia. Co więcej, nie wystarczy wskazać w treści umowy sposobu obliczenia premii opcyjnej poprzez odesłanie do nazwy wzoru (np. często wykorzystywanego wzoru Garmana Kohlhagena) albo tym bardziej nie można się ograniczyć do sformułowania, że wysokość świadczenia zostanie obliczona za pomocą powszechnie uznanego wzoru – np. Garmana Kohlhagena¹²³. Nie jest dopuszczalne domniemanie, że jakikolwiek wzór wiąże strony na podstawie zwyczaju¹²⁴, ale winien on być ujęty w treści tej umowy¹²⁵.

4. Elementy podmiotowo istotne umowy opcji

4.1. Uwagi ogólne

Jak to już przedstawiłem w rozdziale V, zagadnienie posługiwania się pojęciami postanowień przedmiotowo i podmiotowo istotnych w odniesieniu do umów nienazwanych nie jest właściwe. Terminy te zarezerwowane są dla umów nazwanych¹²⁶. Zaznaczono jednak, że od dłuższego czasu stanowiska w tej sprawie są jednak podzielone. Jak już była mowa wyżej, B. Gawlik zaproponował używanie terminu *essentialia negotii* dla typowych umów nienazwanych¹²⁷, do których S. Grzybowski w zaliczył umowę *know-how*¹²⁸. Istotne zastrzeżenia do tego poglądu zgłosili między innymi Z. Radwański¹²⁹ i S. Sołtysiński¹³⁰.

W nowszej literaturze także przeważa stanowisko, podzielane między innymi przez W. J. Katnera, negujące możliwość wyróżnienia *essentialia negotii* umów nienazwanych¹³¹. Autor ten zastrzega jednak, że dotychczasowy podział na *essen-*

¹²³ Inaczej Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich w wyroku z dnia 25 kwietnia 2013 roku w sprawie SP-M.B/27/09.

¹²⁴ Wyrok Sądu Okręgowego w Krakowie z dnia 21 stycznia 2011 roku w sprawie IX GC 624/09, niepublikowany; Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 7 listopada 2013 roku w sprawie SP-M-2/B/12.

¹²⁵ Wyrok Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu z dnia 30 grudnia 2010 roku w sprawie I ACa 1201/10, LEX nr 784429, M. Pr. Bank. 2011/9/17-25.

¹²⁶ Z. Radwański, *Teoria...*, s. 249.

¹²⁷ B. Gawlik, *Pojęcie umowy nienazwanej*, s. 81 i n.

¹²⁸ S. Grzybowski, *Umowa „know-how” na tle kodeksu cywilnego*, Krakowskie Studia Prawnicze, Rok I, 1968, s. 113.

¹²⁹ Z. Radwański, *Teoria...*, s. 249-250.

¹³⁰ S. Sołtysiński, *Licencje na korzystanie z cudzych rozwiązań technicznych*, Warszawa 1970, s. 195-196.

¹³¹ W. J. Katner, *SPP*, t. IX, s. 11.

tialia, accidentalia i naturalia negotii traci na aktualności. Przyjmując zaprezentowaną przez W. J. Katnera systematykę umów nienazwanych, stwierdzić należy, że opcja jest umową nienazwaną, wynikającą z określonej praktyki, które to umowy autor określa również mianem eksperymentalnych¹³². Wyżej podzielono już pogląd. M. Zachariasiewicz, który stanowi próbę pogodzenia obu zaprezentowanych stanowisk. Stanowi to punkt wyjścia dla używania w odniesieniu do umów nienazwanych występujących typowo w obrocie używać określenia *accidentalium contractus*¹³³.

Przyjęcie, że występujące z dużą częstotliwością i dające się wyodrębnić umowy nienazwane mają jednak pewne elementy (bez względu na nazwę), stanowiące warunek *sine qua non* uznania danego stosunku prawnego za tę umowę, jest prostym punktem wyjścia dla uznania, że pozostałe jej elementy wpływające na treść umowy nie będą uznane za te *essentialia contractus*. Oznacza to, że można ostrożnie przyjąć tezę, że inne, niż *essentialia contractus* elementy zawartej między stronami umowy nienazwanej oceniane będą podobnie, jak postanowienia podmiotowo istotne w umowach nazwanych. Przyjmując za trafny przedstawiony wyżej pogląd M. A. Zachariasiewicz o zasadności posługiwania się terminem *essentialia contractus* w odniesieniu do elementów determinujących i warunkujących uznanie danej konstrukcji za konkretny typ umowy nienazwanej, opowiedzieć się można, idąc dalej, za zasadnością posługiwania się terminem *accidentalium contractus* dla pozostałych „podmiotowo istotnych” elementów tej umowy nienazwanej. Z grupy tej wyłączone rzecz jasna zostaną te elementy, które w umowach nazwanych określane są mianem *naturalia negotii*. Przeciwnego zdania jest m.in. W. J. Katner, który stwierdził, że *accidentalium negotii, które przecież wysunięte przez strony nabierają mocy składników istotnych, koniecznych do respektowania w umowie, tak jak essentialia negotii*, odnosząc tę uwagę również do *naturalia negotii*¹³⁴.

4.2. Najczęściej występujące postanowienia podmiotowo istotne w umowie opcji

Typowa umowa opcji zawierająca opisane wyżej *essentialia contractus* nazywana jest popularnie opcją „waniliową”¹³⁵. W praktyce wiele opcji, opisanych wcześniej, jako opcje „egzotyczne” zawiera dodatkowe postanowienia umowne, które istotnie modyfikują sytuację prawną stron a przez to i sposób zastosowania konkretnej konstrukcji opcyjnej.

¹³² *Ibidem*, s. 22.

¹³³ M. A. Zachariasiewicz, *op. cit.*, s. 931.

¹³⁴ W. J. Katner, *op. cit.*, s. 21.

¹³⁵ Jest to powszechnie przyjęta nazwa używana w odniesieniu do prostych konstrukcji opcji, które nie zawierają żadnych dodatkowych elementów konstrukcyjnych. Określenie to pochodzi od skojarzenia z lodami waniliowymi, jako pozbawionymi innych dodatków smakowych.

Przykładem takiego dodatkowego elementu istotnego z punktu widzenia stron umowy jest na przykład wprowadzenie tzw. bariery¹³⁶, prawa wymiany jednego z instrumentów bazowych na drugi (w opcjach wymiennych), ustalenie dni branych pod uwagę dla ustalenia najkorzystniejszego kursu wykonania opcji (w opcjach wstecznych), a także wprowadzenie możliwości wyboru przez uprawnionego sposobu rzeczywistego lub nierzeczywistego wykonania opcji w opcjach, w których instrumentem bazowym jest dobro, które może być przedmiotem obrotu cywilnoprawnego.

Rzecz jasna, możliwości wprowadzania dodatkowych postanowień podmiotowo istotnych w umowach opcji jest wiele. O tym, że grupa tych postanowień jest liczna i uzależniona jednocześnie od wielu czynników, świadczy najlepiej ilość rodzajów opcji egzotycznych, która ciągle rośnie i nie należy się spodziewać zmiany tego trendu. W tym miejscu przedstawianie bliżej poszczególnych możliwości nie jest jednak zasadne. Najpopularniejsze z nich zostały już wymienione i przedstawione w rozdziale IV.

5. Przedmiotowo nieistotne elementy umowy opcji

Naturalia negotii są nazywane postanowieniami nieistotnymi umowy nazywanej¹³⁷. Ich nieobjęcie treścią czynności prawnej nie ma wpływu na dojście tej czynności do skutku. Należy przez nie rozumieć te *postanowienia stron, które w ustalonej przez przepisy prawne strukturze czynności prawnej należą do jej typowej treści, lecz w przeciwieństwie do essentialia negotii nie przysługują im walor cech konstytutywnych*¹³⁸.

Nic nie stoi na przeszkodzie, by strony umowy opcji zawarły w jej treści również postanowienia nieistotne. Oczywiście problem zasadności posługiwania się pojęciem *naturalia negotii* w odniesieniu do umów nienazwanych składa się z tych samych argumentów, co podnoszone na gruncie elementów podmiotowo istotnych i postanowień przedmiotowo istotnych. Ze względu na to, że zostały one przedstawione wyżej, ich powtarzanie w tym miejscu nie jest potrzebne.

¹³⁶ Uwagi na temat opcji barierowych i pozostałych opcji egzotycznych zostały przedstawione w rozdziale IV.

¹³⁷ O wątpliwościach związanych z posługiwaniem się pojęciem tłumaczeniem *naturalia negotii* jako nieistotnych postanowień umowy: M. Piekarski, *Czynności materialnoprawne a procesowe w sprawach cywilnych*, SP 1973/37, s. 103.

¹³⁸ Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 261.

Warto zwrócić jednak uwagę, że samo pojęcie *naturalia negotii* nie jest tak jasne, jak by się mogło wydawać. Zwrócił na to uwagę już A. Klein, który uznał, że tradycyjne odnoszenie tego pojęcia do treści czynności prawnej wiąże się z nieodróżnianiem umowy od jej skutków, a więc z przypisywaniem całej treści stosunku prawnego woli stron¹³⁹. Z. Radwański zadał w związku z tym pytanie, czy wobec tego element ten pełni jakąś rolę w kwalifikacji umów. Autor doszedł do wniosku, że *naturalia negotii* mogą pełnić funkcję pomocniczą w kwalifikacji umowy, a także *ułatwia globalną kwalifikację całej umowy, co może mieć znaczenie przy rozważaniu kwestii, czy chodzi o jedną umowę, czy o kompleks umów*¹⁴⁰.

Operowanie pojęciem *naturalia negotii* w odniesieniu do umów nienazwanych niesie za sobą poważną komplikację. Skoro bowiem *naturalia negotii* są w dużym uproszczeniu powtórzeniem przez strony norm prawnych, które znalazłyby zastosowanie również w przypadku pominięcia ich w treści oświadczeń woli, to zadać należy pytanie, czy jesteśmy w stanie dokonać precyzyjnego określenia danego postanowienia jako *naturalia negotii* w przypadku, gdy brak jest regulacji prawnych odnoszących się bezpośrednio do danego typu umowy – gdyż jest ona nienazwana. Odpowiedź na to pytanie wymaga powtórzenia wniosków zawartych w rozdziale V¹⁴¹, w którym przyjęto pogląd, że w odniesieniu do umów nienazwanych, których występowanie w obrocie jest ugruntowane w świetle orzecznictwa i praktyki do tego stopnia, że nie ma wątpliwości, które z jej elementów są jej elementami charakterystycznymi¹⁴² (*essentialia contractus*), można z dużą ostrożnością posługiwać się również pojęciem *naturalia contractus*. Z drugiej strony, skoro dany typ umowy nienazwanej jest determinowany przez jej *essentialia contractus*, to równie zasadne byłoby przyjęcie, że każdy element skutkujący wyróżnieniem danej umowy nienazwanej jest jej elementem charakterystycznym, a nie jednym z *naturalia negotii*.

Rozwiązaniem tego problemu może być przyjęcie, że do *naturalia contractus* (a więc swego rodzaju odpowiednika *naturalia negotii* umów nienazwanych) zaliczymy postanowienia umowne powtarzające ogólne zasady prawa cywilnego zawarte głównie w części ogólnej kodeksu cywilnego, jak i w przepisach odnoszących się do części ogólnej prawa zobowiązań¹⁴³. Przykładem tego jest choćby art. 353 odnoszący się do tego, że dłużnik ma spełnić zobowiązanie,

¹³⁹ A. Klein, *Pojęcie umowy i stosunku zobowiązaniowego kontraktacji według kodeksu cywilnego*, SC 1971/17, s. 135.

¹⁴⁰ Z. Radwański, *Teoria...*, s. 250-251.

¹⁴¹ *Vide* wskazana tam literatura.

¹⁴² by nie używać pojęcia *essentialia negotii*.

¹⁴³ Jest to jednak uwarunkowane tym, czy nie będzie wątpliwości, że gdyby danego postanowienia umownego nie zawarto, dana norma i tak znalazłaby zastosowanie.

a wierzyciel może tego od dłużnika żądać¹⁴⁴. Postawiona wyżej granica jest jednak bardzo płynna i skłania do tego, żeby pojęciem *naturalia contractus* (przy teoretycznym dopuszczeniu jego stosowania), posługiwać się jednak z największą ostrożnością.

W odniesieniu do umowy opcji w pełni zastosowanie znajdą wyżej poczynione uwagi, w tym podane przykłady. O ile nie ma wątpliwości, że do *naturalia negotii* zaliczymy postanowienia nakazujące stronom spełnić swoje świadczenia przy dołożeniu należytej staranności oraz określające zakres odpowiedzialności odszkodowawczej poprzez wskazanie zarówno szkody rzeczywiście poniesionej, jak i utraconych korzyści, to z pewnością nie przypiszemy takiego statutu postanowieniu umownemu odnoszącemu się chociażby do zasady jednoczesnego spełniania świadczeń. Wobec faktu, że ilość rodzajów opcji występujących w obrocie jest bardzo duża, a ich nazewnictwo, często nieprecyzyjne, ma charakter umowny, oraz z powodu ciągle istotnych kontrowersji co do samych *essentialia contractus* umowy opcji, uważam, że w odniesieniu do tej umowy operowanie pojęciem *naturalia contractus* jest bardzo dyskusyjne, jeśli w ogóle zasadne.

6. Podsumowanie

W rozdziale tym przedstawiono treść umowy opcji. Nie jest to zadanie łatwe ze względu na istotne kontrowersje związane z samym zagadnieniem treści umów nienazwanych, a dokładnie z elementami przedmiotowo istotnymi, które determinują przypisanie danej umowy do jednego z typów umów nienazwanych. W odniesieniu do utrwalonych w obrocie umów nienazwanych zasadne wydaje się jednak używanie pojęcia *essentialia contractus* przy założeniu, że *essentialia negotii* zarezerwowane są dla umów nazwanych. Samo występowanie umów mieszanych jest dalece wątpliwe.

Analiza opcji doprowadziła do wyodrębnienia elementów przedmiotowo istotnych (*essentialia contractus* wobec faktu, że umowa opcji jest umową nienazwaną) umowy opcji. Pierwszym z nich jest określenie instrumentu bazowego. Bez tego elementu zawarcie oraz wykonanie umowy opcji nie jest możliwe, bowiem to właśnie instrument bazowy, a właściwie jego przyszły poziom determinuje istotę umowy opcji, jaką jest prawo wykonania prawa opcyjnego, co uzależnione będzie właśnie od poziomu instrumentu bazowego.

¹⁴⁴ Do *naturalia contractus* nie zaliczymy już jednak np. art. 487 k.c. w zakresie, w jakim stanowi, że zobowiązania z umów wzajemnych mają być spełnione jednocześnie, bo cechą danej umowy nienazwanej może być właśnie odstęp czasowy między ich spełnieniem.

Innym postanowieniem charakterystycznym jest określenie terminu wykonania opcji. Jego brak w umowie opcji typu europejskiego nawet konstrukcyjnie wykluczałby jej wykonanie, a w umowie opcji typu amerykańskiego byłby sprzeczny z naturą stosunku prawnego, bowiem rodziłby związanie stron umową przez czas nieoznaczony bez możliwości jej wypowiedzenia. Oznaczenie terminu wykonania opcji wraz z określeniem jego charakteru jest niezbędne dla dojścia do skutku umowy opcji.

Kolejnym elementem elementem charakterystycznym jest udzielenie i określenie rodzaju uprawnienia opcyjnego, a dokładnie czy daje ono prawo do żądania przeniesienia własności określonej ilości instrumentów bazowych, czy też do dokonania rozliczenia pieniężnego wynikającego z kursu instrumentu bazowego w dniu wykonania, czy też wreszcie do jednego albo drugiego wedle wyboru opcjodawcy.

Wykazano również, że określenie premii opcyjnej należy do elementów istotnych umowy opcji. Umowa opcji jest umową odpłatną, a brak premii uniemożliwia zakwalifikowanie danej konstrukcji jako umowy opcji. W pewnych okolicznościach może się wiązać z nieważnością lub bezskutecznością tej czynności.

Umowa opcji ma również postanowienia podmiotowo istotne (*accidentalia contractus*), a w przyszłości z być może będzie można wyróżnić również postanowienia nieistotne (*naturalia contractus*). Wymaga to jednak wpierw jasnej odpowiedzi na pytanie które przepisy jakich aktów prawnych mają do niej zastosowanie. Tak określona treść umowy opcji pozwala na przedstawienie jej charakteru cywilnoprawnego w rozdziale VII.

ROZDZIAŁ VII CHARAKTER PRAWNY UMOWY OPCJI

1. Uwagi wstępne

Przedmiotem rozważań zawartych w tym rozdziale jest przedstawienie charakteru prawnego umowy opcji, jako instrumentu finansowego niebędącego papierem wartościowym w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, którym obrót dokonywany jest poza rynkiem zorganizowanym. Przedstawienie charakteru prawnego umowy nienazwanej jest możliwe dopiero po ustaleniu treści umowy opcji w oparciu o wyodrębnienie jej elementów charakterystycznych (*essentialia contractus*), co miało miejsce w rozdziale VI. Ze względu na różnorodność konstrukcyjną umowy opcji przedmiotem analizy będzie opcja w klasycznej postaci, która przewiduje wykonanie rzeczywiste (*vide* rozdziały IV i VI). Dopiero bowiem zbadanie natury tej podstawowej konstrukcji stanowić będzie punkt wyjścia do zbadania opcji zawierających element w postaci rozliczenia finansowego w miejsce wykonania rzeczywistego¹.

Opcje niebędące papierami wartościowymi zostały wymienione w art. 2 ust. 1 pkt. 2 u.o.i.f. Ich najważniejsze cechy zostały już zarysowane w poprzednich rozdziałach, podobnie jak umowny charakter opcji. Wśród koncepcji przeciwnych jej umownemu charakterowi najciekawsza wydaje się prezentowana przez K. Zacharzewskiego teoria waloru giełdowego, który to walor jest przedmiotem umowy sprzedaży zawieranej na giełdzie. Jednym z takich walorów jest właśnie opcja². Uwaga tego autora odnosiła się jednak do opcji będących papierami wartościowymi,

¹ Rzecz jasna, przedmiotem rozważań w tym rozdziale, jak i w zasadniczo całej pracy, są jedynie umowy opcji niebędące papierami wartościowymi w rozumieniu u.o.i.f., będące przedmiotem poza rynkiem zorganizowanym. Spośród nich dopiero w tym miejscu wydzielam opcje z wykonaniem rzeczywistym, które będą przedmiotem dalszej analizy.

² K. Zacharzewski, *Umowa sprzedaży jako podstawa rozporządzenia w obrocie giełdowym*, [w:] *Prawo handlowe po przystąpieniu...*, s. 562 i n.

te bowiem są przedmiotem wystandaryzowanego obrotu giełdowego³. Wydaje się jednak, że w sposób dostateczny zostało wykazane wcześniej, że opcja nie jest przedmiotem umowy⁴, a samą umową, której przedmiotem jest przyznanie jednej ze stron określonego uprawnienia. Charakter tego uprawnienia pozostaje przedmiotem sporu.

W polskim piśmiennictwie zostało przedstawionych kilka interesujących koncepcji dotyczących charakteru prawnego umowy opcji. Wydaje się, że można je podzielić na dwie podstawowe grupy. Pierwszą jest koncepcja opcji autorstwa J. Gwiazdomorskiego, który uznał, że opcja jest *umową, w której jedna ze stron przyznaje stronie drugiej, lub strony przyznają sobie wzajemnie, prawo (kształtujące) powołania do życia przez jednostronne oświadczenie woli stosunku prawnego i to takiego, jaki zwykle powstaje między stronami na podstawie umowy*⁵. Koncepcja ta została na gruncie nowszego piśmiennictwa znacząco rozwinięta przez M. Gutowskiego⁶. Cechą tej koncepcji jest wyjście od teoretycznego modelu opcji i próba jego zaszczepienia między innymi na gruncie rynku kapitałowego⁷. Umowa opcji w ujęciu przedstawionym przez powyższych autorów ma więc wspólne korzenie zarówno na gruncie obrotu powszechnego, jak i na rynku kapitałowym.

Druga grupa wypowiedzi, które znajdujemy przede wszystkim, choć nie wyłącznie w licznych publikacjach A. Chłopeckiego⁸ i M. Romanowskiego⁹, poświęcona jest głównie analizie rozwiązań prawnych i praktyce rynku kapitałowego w jego najczystszy wydaniu, a więc opcjom giełdowym. Duża część rozważań tych autorów daje się odnieść również do opcji zawieranych na niezorganizowanej części rynku kapitałowego¹⁰.

³ Chociaż, jak wynika z rozważań poczynionych w rozdziałach I i II są tam zawierane również umowy opcji, które papierami wartościowymi nie są.

⁴ Pomijam już okoliczność, że przedmiotem umowy są określone prawa i obowiązki stron, a dopiero ich przedmiotem może być określony przedmiot materialny lub prawo.

⁵ J. Gwiazdomorski, *Umowa przedwstępna...*, s. 439.

⁶ M. Gutowski, *Umowa...*, s. 110 i n.

⁷ Co z oczywistych względów dotyczy M. Gutowskiego, a nie J. Gwiazdomorskiego.

⁸ M.in. *Opcje i transakcje terminowe...*; *Opcje i transakcje terminowe w prawie polskim*, "Glosa" 1996, nr 6 s. 1 i n, *SPP*, t. XIX, s. 843 i n.

⁹ M. in. *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, PPH 1999/5, s. 25-34, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*. Art. 3 Komentarz, Nb 93-143, *SPP*, t. IX, s. 597-614.

¹⁰ Wydaje się, że znaczne różnice między wnioskami, do jakich doszli autorzy zaliczenie przeze mnie do tych dwóch grup wynikają właśnie z odmiennej perspektywy. Zwrócić bowiem należy uwagę, że M. Gutowski pisał o umowie opcji, jako takiej, w ogólności i opcję giełdową podawał, jako jeden z przykładów opcji występujących w obrocie. A. Chłopecki i M. Romanowski skupili się natomiast na opcjach typowych dla rynku kapitałowego z „dobrodziejstwem inwentarza” szczegółowych regulacji, różnej zresztą jakości. M. Gutowski opisał więc umowę opcji taką, jaką jego zdaniem powinna być. A. Chłopecki i M. Romanowski zbadali umowy opcji zawierane w praktyce na rynku kapitałowym. Rozważania wyciągnięte przez wszystkich tych autorów są bardzo ciekawe i zasługują na przedstawienie.

Wszelkie poniższe rozważania prowadzone będą w oparciu o założenie, że opcja jest umową, która posiada elementy wskazane w rozdziale VI, jako *essentialia contractus*, to jest określenie instrumentu bazowego, sposobu wykonania, terminu wykonania i obowiązku zapłaty premii.

2. Charakter prawny umowy opcji w ujęciu tradycyjnym

Punktem wyjścia dla rozważań nad charakterem umowy opcji w oparciu o konstrukcję J. Gwiazdomorskiego i M. Gutowskiego jest przyjęcie ich poglądu, że przez umowę opcji udzielane jest przez jedną ze stron (za zapłatą premii opcyjnej) prawo podmiotowe kształtujące¹¹ upoważniające drugą stronę do samodzielnego powołania do życia umownego stosunku prawnego o określonej z góry treści¹². W tym ujęciu opcja będąca instrumentem finansowym rynku kapitałowego jest tylko jednym z rodzajów opcji występujących szerzej¹³. Tak przedstawiona umowa winna się charakteryzować cechami przedstawionymi poniżej.

2.1. Opcja jako umowa odpłatna

Na wstępie należy zwrócić uwagę, że kwestia ewentualnej odpłatności rozważana jest w odniesieniu do samej umowy opcji a nie umowy zawartej w wyniku wykonania wyżej wspomnianego prawa¹⁴. Cecha ta odnosi się więc do umowy o udzielenie prawa opcyjnego w zamian za premię opcyjną, którą to umowę należy rygorystycznie przeciwstawić umowie głównej. Relacja tych dwóch umów jest bowiem zbliżona do umowy przedwstępnej i umowy przyrzeczonej, które nie są przecież tą samą umową i każda z nich podlega osobnej ocenie.

Za punkt wyjścia w dyskusji nad odpłatnością umowy opcji przyjmując należy pogląd A. Woltera, że *czynność prawna jest odpłatna, jeżeli strona, która dokonała przysporzenia, otrzymuje lub ma otrzymać w zamian za nie korzyść majątkową, stanowiącą ekwiwalent tego przysporzenia*¹⁵. Czynności nieodpłatne należą do klasy czynności przysparzających. Natomiast wyróżnia je ta cecha, że strona,

¹¹ Na temat praw podmiotowych kształtujących, M. Pyziak – Szafnicka, *SPP*, t. I, s. 708 i n.

¹² Konstrukcję taką dopuszcza również Sz. Ciarkowski, *Prawa pochodne...*, s. 9.

¹³ Tak też M. J. Golecki, *Kilka uwag na temat genezy giełdowego kontraktu opcyjnego*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 2002/4, s. 218.

¹⁴ Wydaje się, że tak powstała umowa słusznie nazywana jest umową główną, co nie oznacza oczywiście utożsamiania umowy opcji z umową przedwstępną.

¹⁵ A. Wolter i in., *Prawo cywilne...*, s. 268-269.

*która dokonała przysporzenia nie otrzymuje lub nie ma otrzymać w zamian korzyści majątkowej*¹⁶. Dla przypomnienia przytoczę definicję przysporzenia, jaką sformułował ten autor. Jest to *czynność, której skutkiem i to zamierzonym [...] jest przysporzenie korzyści majątkowej innej osobie; korzyść ta może polegać czy to na zwiększeniu aktywów tej osoby [...] czy też na zmniejszeniu jej pasywów*. Omawiany autor podkreśla również dalej, że *chodzi tu o korzyść w rozumieniu prawnym, co nie zawsze pokrywa się korzyścią w sensie gospodarczym*¹⁷. Podział na czynności prawne odpłatne i nieodpłatne nie jest dychotomiczny. Nie mieszczą się w nim czynności prawne upoważniające. Jako przykład takich czynności podać można pełnomocnictwo i przekaz¹⁸. Ich skutkiem nie jest uzyskanie korzyści majątkowej przez drugą stronę stosunku prawnego, jest nim natomiast powstanie uprawnienia do dokonywania czynności prawnych z osobami trzecimi ze skutkiem wynikającym bezpośrednio dla upoważniającego¹⁹.

Nie ulega wątpliwości, że przysporzeniem w rozumieniu kodeksu cywilnego jest, jako świadczenie pieniężne, zapłata premii opcyjnej. Zapłata premii odbywa się najczęściej poprzez zwiększenie aktywów opcjodawcy. Nic oczywiście nie stoi na przeszkodzie, aby przejawiała się w zmniejszeniu jego pasywów na skutek potrącenia z innym wymagalnym zobowiązaniem. Czy jednak sam fakt dokonania świadczenia o charakterze majątkowym pozwoli na uznanie umowy za odpłatną? Wydawać by się mogło, że warunkiem uznania świadczenia opcjodawcy za odpłatne jest nie tylko spełnienie przez niego świadczenia stanowiącego korzyść majątkową kontrahenta, czego nie sposób kwestionować, ale również znaczenie będzie miał charakter świadczenia drugiej strony umowy. Należy więc dla oceny umowy opcji pod kątem odpłatności, postawić pytanie, czy świadczenie opcjodawcy, polegające na udzieleniu upoważnienia kreującego prawo podmiotowe kształtujące ma charakter korzyści majątkowej.

W świetle przytoczonych wyżej słów A. Woltera, odpowiedź na to pytanie może być negatywna. Wydaje się, że udzielenie prawa opcji jest czynnością upoważniającą²⁰, a korzyść w majątku opcjodawcy nie ma charakteru bezpośredniego. Jest ona potencjalna, co nie pozwala jej nadać miana rozporządzającej. Korzyść, jaką uzyskuje opcjodawca nie jest korzyścią w sensie prawnym. Na skutek przyznania mu prawa opcji nie zwiększają się jego aktywa ani nie ulegają zmniejszeniu jego pasywa.

¹⁶ Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 206.

¹⁷ A. Wolter i in., *op. cit.*, s. 267-268.

¹⁸ A. Szpunar, *Przekaz według kodeksu zobowiązań [w:] Przekaz i papiery wartościowe....*, s. 11 i n. Wyd. oryginalne: Wydawnictwa Wydziału Prawa i Administracji UJ Nr 3, Kraków 1937.

¹⁹ A. Wolter i in., *op. cit.*, s. 268.

²⁰ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 122-127.

Należy jasno podkreślić różnicę w pojęciu „korzyści majątkowej” na gruncie prawa oraz nauki finansów, gdzie prawo opcji wydaje się być naturalnie niemal prawem o charakterze majątkowym²¹. Sam fakt, że opcja osiąga na rynku kapitałowym określoną cenę, która co chwilę ulega zmianie w wyniku rynkowej gry popytu i podaży przemawiać może za argumentem przeciwnym.

Dla zobrazowania tego stwierdzić należy, że opcje będące papierami wartościowymi są przedmiotem obrotu pierwotnego i wtórnego²². W obu przypadkach nabywcy opcji płacą za nabycie uprawnienia opcyjnego. Można więc powiedzieć, że udzielenie uprawnienia ma swoją cenę, której wysokość jest wypadkową obiektywnego prawdopodobieństwa takiego ukształtowania się wartości instrumentów bazowych, które pozwoli na realizację opcji z zyskiem, oraz nastrojów panujących na rynku. Jeżeli więc nabywcy opcji płacą za nie określoną cenę, która w grze rynkowej ulega permanentnym zmianom, uznać należy, że płacą za prawo, które – przynajmniej w ich mniemaniu – ma potencjał majątkowy. Właśnie w tym potencjale tkwi różnica między udzieleniem opcji a przysporzeniem. Nabywca prawa opcji płaci bowiem za możliwość jej realizacji, co w żaden sposób nie jest jeszcze przesądzone. Płaci za nadzieję, stąd też cena opcji jest znacznie niższa niż ewentualne korzyści z niej wynikające, a zbliża się do nich z czasem, kiedy termin wykonania jest coraz bliższy i dzięki temu łatwiej jest przewidzieć ostateczną wartość instrumentów bazowych. W każdym razie, brak bezpośredniej korzyści majątkowej w wyniku udzielenia prawa opcji jest niewątpliwy. Gdyby jednak uznać, że świadczenie opcjodawcy ma charakter majątkowy, wówczas zmianie uległaby ocena świadczenia opcjobiorcy²³.

Wyrażony wyżej pogląd o nieodpłatności umowy opcji winien ulec zmianie przy założeniu, że udzielenie prawa opcji polega na zobowiązaniu do przysporzenia. Zobowiązanie do udzielenia korzyści majątkowej podobnie jak rozporządzenie tą korzyścią pozwala bowiem na zaliczenie danej czynności w poczet czynności odpłatnych. Przeciwno uznaniu prawa opcji za czynność zobowiązującą do przeniesienia określonych praw majątkowych przemawiają jednak następujące argumenty.

Po pierwsze, istota opcji polega na tym, że do zawarcia umowy głównej może w ogóle nie dojść. W takiej sytuacji mielibyśmy do czynienia albo z niewykonaniem zobowiązania, co całkowicie sprzeciwia się naturze opcji, albo też ze zobowiązaniem pod warunkiem *si voluero*²⁴ albo umową losową²⁵, o czym mowa będzie poniżej.

²¹ J. Hull, *Kontrakty...*, s. 223 i n.

²² M. in. M. Dyl, *SPP*, t. XIX, s. 762.

²³ Charakteru przysparzającego odmówił udzieleniu prawa opcyjnego również M. Krajewski, *Konstrukcja...*, s. 603-604.

²⁴ *Vide* J. M. Golecki, *Charakter prawny...*, s. 9 i n.; M. Gutowski, *Kilka uwag, dlaczego opcja nie jest umową warunkową*, *Palestra* 2007, z. 1-2, s. 93-100.

²⁵ *Vide* A. Powierza, *Transakcja terminowa jako umowa gwarancyjna*, *PPH* 2004/1, s. 39.

Po drugie, zobowiązanie takie nie precyzowałoby warunków, na jakich ma zostać zawarta przyszła umowa a jedynie wskazywałoby sposób ich ustalenia. Jednakże, przy takim założeniu mielibyśmy do czynienia z jedną wyłącznie umową, której częściowe wykonanie będzie mogło nastąpić w późniejszym czasie, co rodzi pytanie o skuteczność świadczenia w postaci uprzedniego udzielenia premii opcyjnej w przypadku niewykorzystania opcji przez uprawnionego.

Wreszcie, pogląd o skutku umowy opcji w postaci powstania zobowiązania do przysporzenia dałby się utrzymać tylko na gruncie koncepcji uznającej prawo opcji za roszczenie materialnoprawne, to jest roszczenie o zawarcie umowy ze skutkiem rozporządzającym. Tymczasem, w przyjętej przez J. Gwiazdomorskiego i M. Gutowskiego koncepcji prawo opcyjne nie ma charakteru roszczenia materialnoprawnego a prawno – kształtujące. Tak czy inaczej korzyść w postaci przysporzenia jest skutkiem umowy głównej a świadczeniem opejodawcy z umowy opcji jest jedynie poddanie się woli opejodbiorkcy co do zawarcia tej umowy głównej. W żadnym razie nie można jednak przyjąć, że już sama umowa opcji rodzi zobowiązanie do określonego przysporzenia.

Z tych względów uznać należy, że prawo opcji nie jest przysporzeniem, nawet rozumianym jako zobowiązanie do przysporzenia w postaci udzielania określonej korzyści majątkowej. Co za tym idzie, nie można w świetle przywołanej wyżej surowej koncepcji odpłatności A. Woltera uznać umowy opcji za umowę odpłatną.

Odpłatność umowy opcji jest jednak powszechnie przyjmowana w piśmiennictwie²⁶. Nie spotkałem się dotąd ze stanowiskiem, które cechy tej umowie opcji by odmawiało²⁷. Umowę opcji uznaje się za odpłatną również orzecznictwie sądowym²⁸. Mając na uwadze, że warunkiem uznania czynności za odpłatną, jest przysparzający charakter czynności ekwiwalentnej, przyjąć należy, że wyżej wymienione poglądy zostały wyrażone nie tyle odnośnie oceny odpłatności umowy opcji oraz poszczególnych jej świadczeń, a co do konieczności zapłacenia premii opcyjnej oraz udzielenia prawa opcyjnego, które ma przecież wymierny wymiar ekonomiczny, ale na gruncie prawa cywilnego nie da się uznać za przysporzenie.

Wydaje się, że pogląd odmawiający umowie opcji charakteru odpłatnego byłby zbyt daleko idący. Źródłem powyższych wątpliwości jest przywołana na początku teoria A. Woltera. Autor ten przyjął wąską koncepcję odpłatności,

²⁶ Np. M. Romanowski, *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, PPH 1999/5, s. 27, A. Borowski, *Konstrukcja i charakter...*, s. 136.

²⁷ Poprzednio również przyjąłem ten pogląd, *vide*: A. Jakubiec, *Charakter prawny i zmiany podmiotowe w umowie opcji*, PPH 2009/4, s. 16-22.

²⁸ Np.: wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach dnia 27 lutego 2013 roku w sprawie I ACa 915/12; wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 28 czerwca 2012 roku w sprawie VI ACa 169/12.

w której czynność prawna przysparzająca musi być dokonana w zamian za uzyskanie korzyści majątkowej w rozumieniu prawnym – poprzez czynność przysparzającą drugiej strony²⁹. W takiej sytuacji z grona umów odpłatnych usunąć należy te wszystkie, w których jedna ze stron dokonuje czynności przysparzającej w zamian za korzyść innego rodzaju niż majątkowa. Za przykład niech posłuży umowa zlecenia, w której zleceniobiorcy przysługuje wynagrodzenie. O ile nie budzi wątpliwości przysparzający charakter zapłaty wynagrodzenia, to cechy tej nie będzie już nosiło świadczenie zleceniobiorcy, który ma dokonać czynności prawnej na rzecz zleceniodawcy. Czy pozwala to uznać umowę zlecenia za wynagrodzeniem za umowę nieodpłatną? Z pewnością nie³⁰. To samo dotyczy szeregu umów, w których jedna ze stron świadczy majątkowo w zamian za świadczenie, które wymiaru majątkowego w wyżej zaprezentowanym rozumieniu nie posiada, ocenionych pod kątem nie tylko odpłatności ale i wzajemności, co zostanie zaprezentowane w następnym podrozdziale.

Stanowisko M. Gutowskiego o odpłatności umowy opcji zostało wyrażone z zastrzeżeniem, że odpłatność jest cechą opcji jako instrumentu finansowego. Autor ten przyjął, że możliwe jest ukształtowanie poza rynkiem kapitałowym takiej umowy opcji, która nie przewiduje obowiązku zapłaty premii opcyjnej³¹. Jest to sytuacja, która ze względu na moc uprawnienia opcjodawcy nie będzie często występować³². Przyjmując jednak konsekwentnie, że zapłata premii opcyjnej jest warunkiem uznania danej umowy za opcję, uznać należy, że umowy te nie są opcjami.

Podsumowując, przyjąć należy, że umowa opcji ma charakter odpłatny, ale w rozumieniu szerszym, niż przyjęte przez A. Woltera. W przypadku, w którym odmówimy umowie opcji charakteru odpłatnego, uznać należy, że jest to umowa, która ze względu na swą naturę wymaga odpowiedniego stosowania przepisów o umowach odpłatnych. Intencją żadnej ze stron nie jest bowiem działanie pod tytułem darmym, a ich świadczenia są ze sobą funkcjonalnie sprzężone.

2.2. Umowa opcji jako umowa wzajemna

M. Gutowski skłonił się do uznania umowy opcji jako umowy wzajemnej. Uwagi tego autora dotyczą jednak dwóch grup konstrukcji, które uznał on za opcje. Z jednej strony wyróżnił te umowy, w których istnieje obowiązek zapłaty premii opcyjnej (co uznał za najczęstszy przypadek), z drugiej zaś rozważania swoje odniósł również do tych konstrukcji, w których obowiązek ten nie występuje.

²⁹ A. Wolter i in., *op. cit.*, s. 267.

³⁰ Tak np. P. Machnikowski, K. C. *Komentarz*, (red.) E. Gniewek, s. 1198.

³¹ M. Gutowski, *Umowa...*, s. 132.

³² *Ibidem*, s. 136.

Omawiany autor za wzajemne uznał wszystkie opcje, w których występuje premia opcyjna, gdyż jej wysokość jest właśnie odbiciem subiektywnego przekonania stron co do ekwiwalentności otrzymywanych korzyści i podejmowanego ryzyka. Postawić należy pytanie, czy to samo możemy powiedzieć o tych umowach, którym odmówiono wyżej miana opcji, w których element zapłaty premii nie występuje³³. Jak wyżej wspomniano, uznanie tych umów za opcje jako instrument finansowy jest wątpliwe, chociaż mają zbliżoną konstrukcję prawną. Dlatego należy za M. Gutowskim przybliżyć je w aspekcie wzajemności.

Za przykład weźmy najpierw opcje menedżerskie. Nie ma w nich miejsca na pieniężne świadczenie ze strony menedżera w zamian za przyznanie mu prawa opcji. Podkreślić należy jednak, że w przeciwieństwie do pozostałych opcji, w tym przypadku do samego końca nie będzie wiadomo, czy opcjobiorca będzie mógł z opcji skorzystać. Należy go więc nazywać raczej potencjalnie uprawnionym, gdyż przyznanie mu możliwości realizacji prawa opcji zależne jest od osiągnięcia przez niego, czy też kierowaną przez niego spółkę, ściśle określonych wyników, które oznaczać będą dla akcjonariuszy albo wspólników określone korzyści. Można zatem stwierdzić, że uprawnienie opcyjne jest w takim kontrakcie przyznane pod warunkiem zawieszającym, że zostaną osiągnięte określone korzyści ekonomiczne. Jednak nie należy przez to rozumieć, że prawo opcji ma warunkowy charakter, gdyż istnieje tu zasadnicza różnica w porównaniu z pozostałymi opcjami³⁴. Wydaje się więc, że prawo opcji zostało przyznane pod warunkiem zawieszającym, co absolutnie nie oznacza, że to umowa główna została pod takim warunkiem zawarta. Hipoteza opcji jako umowy warunkowej została już zresztą poddana przekonującej krytyce³⁵.

W efekcie uznać należy, że świadczenie wzajemne menedżera polega właśnie na zwiększeniu wysiłków oraz kreatywności w celu lepszego zarządzania spółką, a to przynieść ma korzyść obu stronom umowy opcyjnej. W takim ujęciu uznać można opcję menedżerską za kontrakt wzajemny³⁶.

³³ Przy założeniu, że w ogóle możemy w takiej sytuacji mówić o opcjach.

³⁴ W modelowym stosunku opcji przyznanie prawa opcyjnego następuje już w samej umowie opcyjnej, gdyż sama umowa nakłada na opcjobiorcę obowiązek zapłaty premii. Natomiast w opcjach menedżerskich to zobowiązanie nie występuje, a stwierdzenie, czy menedżer wywiązał się ze swojego obowiązku, nastąpi dopiero po określonym czasie.

³⁵ M. Gutowski, *Kilka uwag...*, s. 93-100.

³⁶ M. Gutowski, *Umowa...*, s. 135. Cechy tej nie będą miały natomiast opcje menedżerskie, które możliwość nabycia określonej liczby akcji spółki po określonej cenie w przyszłości nie uzależniają od osiągnięcia przez spółkę określonych wyników. W obu przypadkach kontrakt opcyjny będzie miał cel motywacyjny. Jednak w drugim wariancie świadczenie menedżera nie zostało sprecyzowane w taki sposób, żeby różniło się od jego obowiązków, gdyby opcja nie została przyznana, to jest wskutek zawarcia umowy opcji nie powstał obowiązek jakiegokolwiek dodatkowego świadczenia po stronie uprawnionego. Świadczeniem wzajemnym w opcji menedżerskiej może być bowiem tylko skonkretyzowane świadczenie, którym jest świadczenie rezultatu w postaci określonych wyników.

Kwestia wzajemności świadczeń przedstawia się ciekawie w opcjach leasingowych i w opcjach związanych ze stosunkami trwałymi. M. Gutowski uznał, że świadczenie wzajemne występuje w takich stosunkach w ukrytej formie, gdyż jest ono raczej elementem umowy podstawowej. Stosunki o charakterze trwałym, w tym umowa najmu i leasingu, cechują się i tak obowiązkiem uiszczania opłat okresowych, jak czynsz z najmu lub rata leasingowa. Czy zatem premia opcyjna jest w te opłaty z góry w kalkulowana i stanowi zwyczajnie część świadczenia?³⁷ Co do zasady, należy zgodzić się z tym poglądem³⁸.

Wobec powyższego, powtórzyć można za omawianym autorem, że cechą opcji będących instrumentami finansowymi jest wzajemność. Cechy wzajemności mogą być jednak pozbawione niektóre rodzaje opcji występujących poza rynkiem kapitałowym, choć będzie to sytuacja wyjątkowa³⁹. Takie umowy opcji nie będą oczywiście instrumentami finansowymi w rozumieniu u.o.i.f.

3. Charakter prawny umowy opcji z punktu widzenia prawa rynku kapitałowego

Jak wyżej wspomniano, podstawową przyczyną różnic w charakterystyce umowy opcji między wspomnianymi autorami jest przyjęcie innej perspektywy i metody badawczej. M. Gutowski dokonał rozbudowy teoretycznego modelu stworzonego przez J. Gwiazdomorskiego, który w tym ujęciu wcale nie jest genetycznie związany z rynkiem kapitałowym i świetnie sprawdza się poza nim. Jednakże wyraźnie opowiedział się on za odpłatnością umów opcji zawieranych w publicznym obrocie papierami wartościowymi⁴⁰. Z kolei inni autorzy piszący już o opcjach będących instrumentami rynku kapitałowego poddali analizie zastane na nim konstrukcje, oderwane od tegoż modelu. Mimo,

³⁷ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 135.

³⁸ Wątpliwości budzi tylko pytanie, czy w sytuacji, kiedy na rynku oferowane są te same dobra, przykładowo najem identycznych mieszkań, które ze względu na swój stan i położenie powinny mieć identyczną cenę, a umowa najmu jednego z tych mieszkań zawiera opcje zakupu po okresie najmu, można powiedzieć, że premia opcyjna jest w kalkulowana w czynsz, skoro identyczna oferta przewodzi czynsz w tej samej wysokości, a nie zawiera prawa opcji. Wydaje się, że w takiej sytuacji prawo opcji powinno być uznane za dodatkowe świadczenie wynajmującego (opcjodawcy) w celu zwiększenia jego atrakcyjności jego oferty, a nabycie prawa opcyjnego przez najemcę nie ma charakteru odpłatnego, nawet w formie ukrytej. W takiej sytuacji, wobec braku świadczenia opcyjnego ze strony opcjobjorcy, nie sposób uznać, że zawarta przez strony umowa opcji ma charakter wzajemny.

³⁹ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 136.

⁴⁰ *Ibidem*, s. 276.

że uwagi autorów piszących o opcjach na rynku kapitałowym poświęcone są w głównej mierze opcjom będących w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi papierami wartościowymi, to w zakresie charakteru prawnego umowy znajdują one zastosowanie również do opcji, które papierami wartościowymi nie są.

3.1. Opcja, jako umowa odpłatna

Czynności prawne odpłatne należą do czynności przysparzających, a cehuje je to, że strona, która dokonuje przysporzenia otrzymuje lub ma otrzymać za to korzyść majątkową⁴¹. Jak wskazuje Z. Radwański, korzyść ta powinna mieć charakter realny, nie zaś symboliczny, co nie znaczy, że musi być ekwiwalentna ekonomicznie⁴². Umowa odpłatna jest więc dwustronną czynnością prawną, w której jedna ze stron dokonuje przysporzenia na rzecz drugiej w celu otrzymania korzyści majątkowej⁴³.

Za punkt wyjścia w rozważaniach nad odpłatnością umowy opcji (której, jak już wspomniano nie należy mylić z ewentualną odpłatnością umowy głównej) weźmy wypowiedź A. Chłopeckiego, który uznał, że *umowa opcji jest umową odpłatną – essentialie negotii każdego rodzaju umowy opcyjnej jest zapłata na rzecz wystawcy określonej sumy pieniężnej, tzw. premii*⁴⁴. Już wyżej przyjąłem założenie, że na rynku kapitałowym premia jest jednym z elementów charakterystycznych umowy opcji. Stosowne uwagi poczyniłem również w kwestii oceny tak zwanych transakcji zerokosztowych, to jest pozbawionych premii opcyjnej. W kontekście poczynionych tam zastrzeżeń niewątpliwie należy się zgodzić z A. Chłopeckim. Zastrzeżenia te nie odnoszą się jednak do dopuszczalności braku odpłatności w umowie opcji ale do ewentualnego spełnienia innego świadczenia majątkowego przez opcjodawcę.

W literaturze przedmiotu kwestia odpłatności umowy opcji nie budzi wątpliwości. Obowiązek zapłaty premii opcyjnej przyjmują między innymi

⁴¹ A. Klein, *Elementy zobowiązaniowego stosunku prawnego*, Wrocław 1964, s. 69 i n.; A. Wolter, *Czynności prawne nieodpłatne inter vivos w projekcie Kodeksu cywilnego*, [w:] *Rozprawy prawnicze. Księga pamiątkowa dla uczczenia pracy naukowej Kazimierza Przybyłowskiego*, Kraków – Warszawa 1964, s. 499; A. Kaźmierczyk, *Istota odróżnienia umów odpłatnych i nieodpłatnych w prawie polskim*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie 2011/870, s. 175-186.

⁴² Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 206.

⁴³ A. Wolter i in., *op. cit.*, s. 268-269.

⁴⁴ A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe...*, s. 60.

L. Sobolewski⁴⁵, M. Romanowski⁴⁶, K. Glibowski⁴⁷ i P. Bryłowski⁴⁸. Wskazani autorzy podkreślają zgodnie, że zapłata premii jest swoistą ceną uzyskania prawa opcji i stanowi jedyne świadczenie należne opcjodawcy z samego faktu zawarcia umowy opcji. W kwestii odpłatności opcji najbardziej zdecydowany głos zabrał jednak A. Chłopecki. Analiza oświadczeń woli stron, celu umowy i opcji typowo występujących w obrocie skłoniła go do wniosku, że wolą stron nie jest działanie „za darmo”, a *wypłata premii następuje zawsze i zawsze poprzedza ewentualne skorzystanie przez uprawnionego z jego prawa*⁴⁹.

Pogląd A. Chłopeckiego należy oczywiście podzielić. Niemniej wydaje się, że sam fakt występowania premii ze wskazanych wyżej przyczyn, nie daje jeszcze podstaw do przyjęcia, że opcja jako taka ma charakter odpłatny. Nie sposób oczywiście przyjąć, że opcjodawca działa pod tytułem darmym. Przecież dostaje on wynagrodzenie za udzielenie upoważnienia opcyjnego. Jest to więc czynność upoważniająca, na której ocenę nie wpływa okoliczność, że upoważnienie udzielone jest w celu osiągnięcia korzyści majątkowej. Jedynym motywem jego działania jest chęć zachowania premii opcyjnej, liczy przy tym, że do zawarcia umowy nie dojdzie. Rzeczywiście, w takiej konfiguracji należy całkowicie zgodzić się z poglądem, że zapłata premii opcyjnej jest warunkiem *sine qua non* tej konstrukcji. Jest to pogląd powszechnie akceptowany w piśmiennictwie⁵⁰. Jednakże, mając na uwadze, że warunkiem uznania czynności za odpłatną, jest przysparzający charakter czynności ekwiwalentnej, przyjąć należy, że wyżej wymienione poglądy zostały wyrażone nie tyle odnośnie oceny odpłatności umowy opcji oraz poszczególnych jej świadczeń, a co do konieczności zapłacenia premii opcyjnej oraz udzielenia prawa opcyjnego, które ma przecież wymierny wymiar ekonomiczny, ale na gruncie prawa cywilnego nie da się uznać za przysporzenie. Z drugiej strony odmówienie opcji z tych dość teoretycznych przyczyn miana umowy odpłatnej byłoby chyba jednak nietrafne. Za odpłatną uznał umowę opcji również Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 19 września 2013 roku⁵¹.

Podsumowując, pewne wątpliwości z konstrukcyjnego punktu widzenia rodzić może uznanie umowy opcji za umowę odpłatną. Jest to skutkiem odmowy uznania świadczenia opcjodawcy (udzielenie prawa opcji) za przysporzenie

⁴⁵ L. Sobolewski, *op. cit.*, s. 7.

⁴⁶ M. Romanowski, *Charakter...*, s. 27, G. Wiaderek, *Umowa opcyjna – konstrukcja prawna*, Glosa 1999/3, s. 10.

⁴⁷ K. Glibowski, [w:] W. Wierzbowski i in. (red.) *op. cit.*, s. 565.

⁴⁸ P. Bryłowski, *op. cit.*, s. 616, 619-621.

⁴⁹ A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 155.

⁵⁰ M. in. L. Sobolewski, *op. cit.*, s. 5; M. Gutowski, *op. cit.*, s. 134; M. Romanowski, *op. cit.*, s. 27; J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje – wprowadzenie*, Warszawa 1997, s. 212.

⁵¹ I CSK 651/12.

majątkowe. O ile jednak zapłata premii opcyjnej stanowi element przedmiotowo istotny umowy opcji, a umowy pozbawione go nie są opcjami (co dotyczy również tzw. opcji zerokosztowych), to odpłatność umowy opcji wobec braku majątkowego przysporzenia (lub chodzi zobowiązania do takiego przysporzenia) po drugiej stronie, pozostaje kwestią otwartą.

3.2. Opcja jako umowa wzajemna

Pojęcie umowy wzajemnej określa obecnie art. 487 § 2 k.c.⁵² Na gruncie kodeksu zobowiązań najpełniej oddał charakter umowy wzajemnej R. Longchamps de Berier, który uznał, że w umowie takiej oprócz tego, że każda ze stron zobowiązuje się do świadczenia, to uznaje świadczenie drugiej strony za odpowiednik swojego świadczenia⁵³. Nacisk położony na subiektywną ocenę świadczeń zachował aktualność również po latach, podtrzymywany między innymi przez Z. Radwańskiego, stwierdzającego, że świadczenia stron mają być ekwiwalentne w sensie subiektywnym, czyli *według oceny stron świadczenia są względem siebie równowartościowe*⁵⁴. Nie wymaga się jednak ekwiwalentności obiektywnej, czyli świadczenia *niekoniecznie muszą mieć ten sam walor ekonomiczny ustalany według kryteriów obiektywnych*⁵⁵. Przyczyny wszelkiej wymiany były od dawna przedmiotem zainteresowania ekonomistów. Jeden z najwybitniejszych ekonomistów XX wieku, Ludwik von Mises, uznał, że wymiana to *próba zastąpienia mniej satysfakcjonującego stanu rzeczy bardziej satysfakcjonującym*⁵⁶.

Powstaje więc proste, zdawałoby się pytanie, czy w takim ujęciu umowa opcji ma charakter umowy wzajemnej? Podobnie jak kwestia odpłatności opcji, nie jest to oczywiste. A. Brzozowski, pisząc o nienazwanych umowach wzajemnych uznał, że muszą one mieć charakter umów odpłatnych⁵⁷. Wydaje się, że pogląd ten traktowany rygorystycznie nie da się utrzymać. Z żadnego przepisu kodeksu cywilnego nie wynika, że umowa wzajemna musi zaliczać się do umów odpłatnych. Art. 487 k.c. będący punktem wyjścia, określa, że świadczenie jednej ze stron ma być odpowiednikiem świadczenia drugiej.

⁵² Według tego przepisu umowa jest wzajemna, gdy obie strony zobowiązują się w taki sposób, że świadczenie jednej z nich ma być odpowiednikiem świadczenia drugiej.

⁵³ R. Longchamps de Berier, *op. cit.*, s. 146.

⁵⁴ Z. Radwański, A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 121.

⁵⁵ *Ibidem*.

⁵⁶ L. von Mises, *Ludzkie działanie...*, s. 82.

⁵⁷ A. Brzozowski, *SPP*, t. V, s. 410.

Nie ogranicza tych świadczeń do świadczeń przysparzających, choć najczęściej oczywiście właśnie takie one będą. Na gruncie wyżej przedstawionej teorii odpłatności A. Woltera pogląd o odpłatności i wzajemności umowy opcji jest dyskusyjny. W umowie opcji bowiem jedna ze stron zobowiązuje się do świadczenia majątkowego. Druga natomiast świadczy poprzez dokonanie czynności upoważniającej. Faktycznie, nie jest umową odpłatną *sensu stricto*, co nie przesądza przecież o niemożliwości uznania jej za wzajemną. Świadczenia stron pozostają ze sobą w klasycznej zależności wzajemnej, co wykazane zostanie niżej. Sprawa wzajemności umowy opcji zdawałaby się oczywista.

Już wcześniej przeciwko wzajemnemu charakterowi umowy opcji opowiedział się dużo bardziej stanowczo A. Chłopecki, który nawet cały podrozdział swojej pracy zatytułował *Umowa opcji jako umowa niewzajemna*⁵⁸. Autor ten, kierując się myślą Z. Radwańskiego, uznał, że umowa opcji mieści się w kategorii odpłatnych umów niewzajemnych, czyli takich, w których przysporzenie pieniężne po jednej ze stron nie jest odpowiednikiem świadczenia drugiej strony, mającego charakter majątkowy, choć niekoniecznie odpłatny⁵⁹. Przyjął on bowiem, że *nie sposób uznać, że istnieje ekwiwalentność świadczeń między „żywą gotówką”, wpłaconą jako premia przez posiadacza opcji wystawcy, a przyrzekaną przez tego ostatniego, być może w przyszłości zrealizowaną transakcją*⁶⁰. Zdaniem autora *żadna ze stron nie może uważać, że wartość transakcji realizowanej przy opcji z dostawą rzeczywiście, a tym bardziej wartość środków wpłacanych przez wystawcę w rozliczeniu gotówkowym, jest równa premii, chociaż oczywiście czasami, przypadkowo, może się tak zdarzyć. Przy opcji z rozliczeniem rzeczywistym jest to podwójnie oczywiste – ekwiwalentne świadczenia wynikają z umowy stanowiącej (umowy sprzedaży), premia pozostaje poza relacją tych świadczeń*⁶¹.

A. Chłopecki pogląd swój wyraził chyba dość nieprecyzyjnie, przez co wysnuć by można oczywiście fałszywą tezę, jakoby zawarcie przyszłej umowy leżało w gestii opcjodawcy, przyrzekającego *być może w przyszłości zrealizowaną transakcję*. Ta niepewność odnosi się przecież jedynie do woli opcjobiorcy,

⁵⁸ A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 158-160.

⁵⁹ Z. Radwański, A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 120.

⁶⁰ A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 158-160.

⁶¹ *Ibidem*, s. 158-160. Podobny pogląd wyraził A. Borowski w *Konstrukcji i charakterze...*, pisząc: *Z porozumienia osiągniętego na płaszczyźnie związanej z wykonaniem uprawnienia opcyjnego wynika bowiem jednoznacznie, że strony przystępując do umowy opcyjnej mają świadomość, że w ostatecznym rozrachunku świadczenie jednej ze stron nie będzie odpowiadało wartości świadczenia drugiej strony.*

co niektórzy postrzegają nawet błędnie za warunek *si voluero*⁶². Ekwiwalentność wynika zaś z tego, że opcjodawca płaci za udzielenie mu prawa żądania zawarcia określonej umowy w przeszłości⁶³.

Poglądy wspomnianego autora w kwestii wzajemności umowy opcji wydają się budzić wątpliwości w jeszcze jednym aspekcie. A. Chłopecki pisze, że możliwa jest obrona tezy, że *równoważne jest prawo do realizacji opcji i wartość premii*, z czym w świetle przyjętej teorii subiektywnej ekwiwalentności świadczeń, oczywiście należy się zgodzić. Autor uważa również, że w ten sposób przyjmuje się, że *umowa opcyjna i umowa zawarta w wyniku skorzystania z prawa wynikającego z umowy opcyjnej są właśnie dwiema różnymi umowami (...)* [z czym również należy się oczywiście zgodzić – A. J.]. *Jeżeli zaś są one dwiema umowami, to oznacza, że pierwsza z tych umów jest umową przedwstępną lub tzw. umową ofertową. Z takim jedynie założeniem można zgodzić się, że umowa opcyjna ma charakter umowy wzajemnej. Przyjęcie koncepcji umowy opcyjnej jako umowy ofertowej wyklucza możliwość przyjęcia, że jest ona umową wzajemną*⁶⁴. Autor miał chyba na myśli, że jedynie przyjęcie, że umowa opcji jest umową przedwstępną, stwarza możliwość uznania jej wzajemności. Respektując stanowisko A. Chłopeckiego w sprawie charakteru prawa opcyjnego, nie sposób znaleźć podstawy do odmiennego traktowania opcji rozumianej jako umowa przedwstępna i opcji jako umowy, której treścią jest przedłożenie oferty. W obu sytuacjach dochodziłoby do zapłaty premii. Za każdym razem jest ona zapłatą bądź za jednostronne zobowiązanie się do zawarcia umowy, bądź też za wystawienie oferty.

Trudno stwierdzić, co skłoniło A. Chłopeckiego do odrzucenia tezy o wzajemnym charakterze umowy opcyjnej. Wydaje się, że taki pogląd nie jest uzasadniony. Przeciwnego zdania jest m.in. M. Romanowski, piszący, że *wystawca i nabywca opcji zawierają ze sobą kontrakt opcyjny, gdyż uważają świadczenia za wzajemnie wymienne i równowartościowe [...] oraz że jest to umowa wzajemna, gdyż świadczenia wystawcy opcji i nabywcy są w ocenie stron, w chwili zawarcia kontraktu, ekwiwalentne, co jest zgodne z ujęciem umowy wzajemnej w art. 487 § 2 k.c.*⁶⁵.

⁶² Vide. M. J. Golecki, *Charakter prawny...*, s. 9.

⁶³ Oczywiście, ekwiwalentność nie polega na tym, że wartość premii będzie równa wartości świadczenia rozliczeniowego opcjodawcy po wykonaniu opcji, co oznaczałoby stratę kwot, które zostałyby przeznaczone na prowizje domów maklerskich. Powstaje jednak pytanie, jak taka okoliczność, że różne są wysokości premii opcyjnej i późniejszych świadczeń stron, ma się do oceny wzajemności świadczeń umowy opcji, czyli umowy pierwotnej, skoro premia nie jest niczym innym jak ceną prawa opcji, wynikającego właśnie z niej. Wydaje się, że w tym aspekcie A. Chłopecki rozważył problem ekwiwalentności roszczenia jednej strony wynikającego z umowy opcji ze świadczeniem drugiej strony, wynikającym z zupełnie innej umowy, jaką jest umowa główna.

⁶⁴ A. Chłopecki, *op. cit.*, s. 160.

⁶⁵ M. Romanowski, *SPP*, t. IX, s. 599.

Wątpliwości w kwestii wzajemności umowy opcji zgłasza również P. Bryłowski ze względu na asymetryczność praw i obowiązków stron. Autor uznał za przejaw asymetrii w ekwiwalentności świadczeń stron to, że jedna z nich ma zapłacić premię, a druga zawrzeć na jej żądanie określoną umowę⁶⁶, ale z argumentem tym w świetle ww. rozważań nie można się zgodzić.

W orzecznictwie przeważa, zdaje się, pogląd odmawiający umowie opcji charakteru wzajemnego. Niemniej zdecydowana większość orzeczeń nie odnosi się do tego aspektu merytorycznie, a jedynie dokonując na wstępie uzasadnienia charakterystyki umowy opcji przywołuje wypowiedzi uznanych przedstawicieli doktryny nie dokonując w tym aspekcie własnej analizy. Niemniej jednak spotkać można również wyroki, które z tej konwencji się wyłamują i uznają wzajemność umowy opcji⁶⁷.

Już na gruncie analizy cechy odpłatności umowy opcji zwrócono uwagę, że istnieje nie tylko subiektywny, ale i zbliżający się do obiektywnego walor ekwiwalentności świadczeń stron. Nawet jeżeli nie przyjąć, z czym się nie zgadzam, że nie można mówić o równowartości ekonomicznej premii oraz prawa opcyjnego, to siłą rzeczy zachodzi między tymi świadczeniami związek w postaci funkcjonalnego sprzężenia polegającego na tym, że jedno ze świadczeń ma nastąpić w zamian za otrzymanie drugiego.

Dla rozmycia wszelkich wątpliwości rozważyć należy w końcu zapytać, czy przyznanie prawa opcyjnego, bez względu na to, która z konkurujących koncepcji tego prawa wyda się lepsza, jest w ogóle świadczeniem. Odpowiedź negatywna na to pytanie mogłaby być jedynie konsekwencją przyjęcia poglądu utożsamiającego świadczenie z przysporzeniem majątkowym. Tymczasem w literaturze powszechnie chyba przyjmuje się, że *świadczenie jest przedmiotem stosunku zobowiązaniowego*⁶⁸ a polega na wykonaniu *nakazanego dłużnikowi zachowania*⁶⁹. Odnosi się to zarówno do świadczeń polegających na działaniu, jak i zaniechaniu. Świadczenia wreszcie mogą ale nie muszą powodować skutku w postaci przysporzenia w majątku kontrahenta. Podział świadczeń na *dare, facere, non facere* i *pati* nie jest podważany. Nie sposób ograniczyć pojęcia świadczenia do przysporzenia majątkowego, a rozbudowana argumentacja jest tu całkowicie zbędna⁷⁰.

⁶⁶ P. Bryłowski, *op. cit.*, s. 620-621.

⁶⁷ Np. Wyrok Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu z dnia 4 grudnia 2012 roku w sprawie I ACa 833/12, <http://orzeczenia.wroclaw.sa.gov.pl/search/simple>, albo przywołany wyżej wyrok SN z 19 września 2013 roku w sprawie I CSK 651/12.

⁶⁸ Tak. W. Czachórski, *Zobowiązania*, Warszawa 2004, s. 72.

⁶⁹ P. Machnikowski, *K. C. Komentarz*, (red.) E. Gniewek, s. 526.

⁷⁰ Podstawowym zarzutem, z jakim może spotkać się powyższa koncepcja, jest możliwość podniesienia, że świadczenia z umów wzajemnych spełnione winny być jednocześnie. W umowie opcji na pierwszy rzut oka nie ma w ogóle takiej potrzeby. Jest to jednak wrażenie złudne.

Niewątpliwie zasługuje również na uwagę krytyka teorii wzajemności umowy opcji dokonana przez A. Borowskiego, który stwierdził, że gdyby nawet przyjąć, że świadczenie wystawy opcji polega na przyjęciu ryzyka zmiany wartości instrumentów bazowych nie przesądza to o uznaniu wzajemności umowy opcji, bowiem cechą charakterystyczną umów związanych z ponoszeniem ryzyka jest to, że *wartość świadczeń każdej ze stron jest z góry znana*⁷¹. Autor przywołuje zakład wzajemny i ubezpieczenie. Wydaje się, że nie jest to argument, przekonujący. Okoliczność, że dana umowa albo idąc dalej rodzaj i wysokość świadczenia strony w danej umowie jest w pewien sposób określona, nie znaczy, że w umowie stanowiącej inny typ umowy, zawieranej w zupełnie innym celu, w innych warunkach ekonomicznych i między innymi podmiotami, musi być tak samo.

Słuszny pogląd o wzajemności umowy opcji przyjmuje również w swoim orzecznictwie Sąd Najwyższy⁷² podkreślając przy tym ekwiwalentność świadczeń w postaci zapłaty premii opcyjnej z jednej strony, a udzieleniem prawa opcyjnego z drugiej strony.

3.3. Opcja jako umowa dwustronnie zobowiązująca

Stwierdzenie, że opcja jest umową dwustronnie zobowiązującą, jest pochodną uznania jej za umowę wzajemną. Pogląd o dwustronnie zobowiązującym charakterze umowy opcji wyraził już M. Romanowski⁷³. Bez zastrzeżeń wyrażają go również m.in. A. Borowski⁷⁴ i P. Bryłowski piszący wprost, że *umowa opcji polega na zobowiązaniu się jednej ze stron do zapłaty wystawcy premii opcyjnej w zamian za zobowiązanie się drugiej strony*⁷⁵. Odnosząc się do charakteru dwustronności umowy opcji, A. Chłopecki uznał, że nie jest ona *umową jednostronnie zobowiązującą, ponieważ do świadczeń zobowiązane są obie strony, jakkolwiek świadczenie jednej z nich jest przesunięte w czasie i ma charakter potencjalny*⁷⁶. O ile zgodzić się należy z samym wnioskiem autora, to wątpliwości budzi jego uzasadnienie. Wydaje się, że Autor porównał świadczenie opcjobiorcy polegające na zapłacie premii opcyjnej ze świadczeniem opcjodawcy, ale już z wykonania

Podstawową bowiem cechą opcji jako instrumentów finansowych, ale i częstą cechą opcji występujących poza rynkiem kapitałowym, jest ich zbywalność. Oznacza to, że właśnie przyznanie prawa opcyjnego równocześnie ze świadczeniem pieniężnym jest przedmiotem zainteresowania opcjodawcy. Dzięki temu będzie mógł je zbyć przed dniem zapadalności.

⁷¹ A. Borowski, *op. cit.*, s. 138.

⁷² m.in. wspomniany już wyrok SN z dnia 19 września 2013 roku.

⁷³ M. Romanowski, *Charakter...*, s. 27.

⁷⁴ A. Borowski, *op. cit.*, s. 136.

⁷⁵ P. Bryłowski, *op. cit.*, s. 619.

⁷⁶ A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe...*, s. 160.

umowy głównej – polegające na wykonaniu umowy, o której zawarciu decyduje opcjodawca. W umowie opcji świadczenie opcjodawcy polega jednak nie na wykonaniu umowy głównej, ale na poddaniu się kompetencji opcjodawcy do decydowania o jej zawarciu. W związku z tym, nie możemy w żaden sposób uznać, że świadczenie to ma charakter potencjalny. Wprost przeciwnie. Ma ono charakter ostateczny i ziszczony z chwilą zawarcia umowy opcji. Oczywiście, inną kwestią jest, czy opcjodawca z tego uprawnienia skorzysta, niemniej istnieje ono aż do dnia expiracji.

Dla oceny umowy opcji, jako umowy dwustronnie zobowiązującej nie znajdzie również zastosowania podział praw pochodnych na symetryczne i asymetryczne autorstwa L. Sobolewskiego. Autor ten stoi na stanowisku, że tzw. umowy różniczkowe, przez co rozumie on prawa pochodne wykonane przez rozliczenie a nie dostawę rzeczywiście, nie podlegają podziałowi na umowy jednostronnie i dwustronnie zobowiązujące. W ujęciu L. Sobolewskiego umowy symetryczne nie precyzują, która ze stron będzie zobowiązana do późniejszego świadczenia, czego przykładem są kontrakty terminowe. Z kolei umowy asymetryczne, jak opcje nie przewidują świadczenia opcjodawcy, który co najwyżej nie skorzysta z przysługującego mu prawa⁷⁷. Podział ten nie ma zastosowania przy analizie dwustronności umowy opcji, bowiem nie odnosi się do umowy opcji, a jedynie umowy głównej. Odnosił się do tego sam autor pisząc, że *w analizie samego instrumentu pochodnego można pominąć kwestię zapłaty premii, ponieważ aktualizuje się ona nie w czasie istnienia instrumentu lecz stanowi warunek jej wystawienia, a więc powstania*⁷⁸. L. Sobolewski wyraźnie więc odróżnił pojęcie symetryczności / asymetryczności umowy głównej od dwustronności samej umowy opcji. Zgodzić się należy z pewnością z wypowiedziami uznającymi umowę opcji za umowę dwustronnie zobowiązującą.

3.4. Opcja jako umowa kauzalna

Na wstępie rozważań na kauzalnością umowy opcji rozwiązać należy pewien problem konstrukcyjny. Z. Radwański wyraził pogląd, że czynności o charakterze upoważniającym *nie mieszczą się w klasie ani czynności rozporządzających, ani zobowiązujących, ani przysporzeń, ponieważ same przez się nie realizują korzystnej dla upoważnionego zmiany jego majątku. W konsekwencji nie odnosi się do nich podział na czynności prawne kauzalne i abstrakcyjne. Nie można*

⁷⁷ L. Sobolewski, [w:] *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, (red.) M. Romanowski, Warszawa 1999, s. 144, 145

⁷⁸ *Ibidem*

rozważać, czy określona czynność upoważniająca ma charakter kauzalny czy abstrakcyjny⁷⁹. Powstaje więc pytanie, czy wobec upoważniającego charakteru świadczenia opcjodawcy w postaci udzielenia prawa opcyjnego można w ogóle roztrząsać przyczynowość całej umowy opcji.

Odpowiedź na to pytanie jest stosunkowo prosta. Umowa opcji nie wyczerpuje się bowiem w czynności upoważniającej. Czynność ta jest jedynie jednym ze świadczeń wzajemnych stron, przyznawanym w zamian za zapłatę premii opcyjnej. Pochodną przyjęcia nie tylko ekonomicznej ekwiwalentności świadczeń stron ale i ich funkcjonalnego sprzężenia uznać należy, że umowa (jako stosunek prawny szerszy jednego ze świadczeń, których obowiązek wykonania powstaje w wyniku jej zawarcia) ma charakter kauzalny. Po pierwsze, wynika z generalnej zasady przyczynowości w polskim prawie cywilnym. Po drugie, brak przepisu nadającego któremuś z elementów umowy opcji waloru abstrakcyjności. Co więcej, upoważniający charakter umowy opcji jest przyjmowany raczej w modelu, w którym uprawnienie opcyjne ma postać prawa podmiotowego kształtującego. W konstrukcji opartej zaś o roszczenie materialnoprawne przyjmuje się, że opcja jest umową zobowiązującą, o czym była mowa wyżej. Problem ten z powyższym zastrzeżeniem nie będzie istotny z punktu widzenia oceny kauzalności umowy opcji.

Już samo uznanie umowy opcji za umowę wzajemną przesądza o zaliczeniu jej w poczet umów kauzalnych, gdyż, jak pisze o nich Z. Radwański, *wyrażają się w tym, że nieważność zobowiązania jednej strony powoduje nieważność zobowiązania drugiej strony, jako kauzalnie uzależnionego od świadczenia wzajemnego (tzw. genetyczne synallagma)*⁸⁰.

O umowach kauzalnych można powiedzieć, że ważność świadczenia uzależniona jest od trwania jego podstawy prawnej⁸¹. Przyjęcie tezy o kauzalności umowy opcji poparte jest również zasadą kauzalności czynności prawnych, która oznacza, że czynności mają charakter abstrakcyjny tylko w przypadkach przewidzianych przez ustawę, jak na przykład zobowiązanie wekslowe⁸² oraz przyjęcie przekazu (art. 921² § 2 k.c.)⁸³.

Zasadne wydaje się przyjęcie wniosku, że umowa opcji jest umową kauzalną. Z pewnością brak jest argumentów pozwalających uznać ją za umowę abstrakcyjną.

Trudniejszym zagadnieniem jest już jednak poszukiwanie rodzaju *causae* poszczególnych świadczeń stron umowy opcji. Wydaje się, że w grę wchodzić mogą jedynie dwie możliwości. Pierwszą jest *solvendi causa*. Wiąże się to z założe-

⁷⁹ Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 209.

⁸⁰ Z. Radwański, A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 124.

⁸¹ *Ibidem*.

⁸² *Vide* uwagi A. Szpunara, *O powstaniu zobowiązania wekslowego*, PUG 1992/1 str. 1 i n.

⁸³ A. Szpunar, *Przekaz według kodeksu zobowiązań*, Kraków 1937, s. 96, *tenże Kilka uwag o przekazie*, PPH 1997/1, s. 70.

niem, że celem świadczeń stron jest zwolnienie się od obowiązków, zaciągniętych przez zawarcie umowy opcji. Wykonanie zobowiązania skutkuje zmniejszeniem pasywów świadczącego. Drugi wariant to przyjęcie, że świadczenia stron dokonane są *obligandi vel acquirendi causa*, czyli że strony świadczą w celu nabycia praw lub innych korzyści majątkowych. W ten sposób zwiększają swoje aktywa⁸⁴. Wydaje się, że to ten drugi wariant jest właściwy.

3.5. Opcja jako umowa konsensualna

Istotnym podziałem czynności prawnych jest rozróżnienie ich na realne i konsensualne. Umowa ma charakter realny, jeżeli jej dojście do skutku wymaga, poza złożeniem zgodnych oświadczeń woli, również innych elementów faktycznych, do jakich najczęściej zalicza się wręczenie rzeczy⁸⁵. Nie jest przy tym ważny sposób złożenia oświadczenia woli, a rzecz może być wręczona wraz ze złożeniem oświadczenia lub później. W każdym razie, zawarcie umowy następuje z chwilą wręczenia rzeczy. Typowym przykładem umowy realnej jest przeniesienie papieru wartościowego na okaziciela, o czym stanowi art. 921¹² k.c. Zgodnie z tym przepisem, przeniesienie wierzytelności z dokumentu na okaziciela następuje przez przeniesienie własności dokumentu, a do przeniesienia tej własności potrzebne jest jego wydanie⁸⁶.

Umowy konsensualne dochodzą natomiast do skutku przez samo złożenie zgodnych oświadczeń woli stron, przy czym wykonanie świadczeń może nastąpić później. Nie ma podstaw, by przyjąć, że umowa opcji, w modelowym ujęciu, ma charakter realny. Wywołuje bowiem skutek z chwilą złożenia oświadczeń woli. Jest więc zawarta bez konieczności dokonania wcześniejszej lub równoczesnej z oświadczeniami woli stron czynności rzeczywistej w postaci zapłaty premii. Świadczenie to jest tylko obowiązkiem. Uprawnienie opcyjne jest natomiast kreowane i udzielane *eo ipso* przez zawarcie umowy opcji⁸⁷. Tym bardziej do ważności umowy opcji nie wymaga się skorzystania z prawa opcyjnego przez uprawnionego.

A. Chłopecki stwierdził, że *powstanie zobowiązania wystawcy opcji jest uwarunkowane zapłatą premii i zobowiązanie to nie powstaje, dopóki premia nie zostanie wpłacona. W tej sytuacji na wystawcy nie ciąży obowiązek realizacji swojego świadczenia. Pytaniem jest, czy obowiązek zapłaty premii warunkuje zawarcie umowy [...] i jedynie wskazana w umowie kolejność świadczeń sprawia, że wystawca nie realizuje swojego świadczenia przed zapłatą premii. [...] premia*

⁸⁴ A. Wolter i in., *op. cit.*, s. 271.

⁸⁵ A. Wolter, *op. cit.* s. 265.

⁸⁶ Z. Radwański, A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 124.

⁸⁷ Inaczej M. Krajewski, *Konstrukcja...*, s. 595 i n.

*opcynna nie ma funkcji zadatku – skoro nie można jej z nim utożsamiać, nie można szukać uzasadnienia dla realnego charakteru umowy opcynnej w art. 394 k.c.*⁸⁸. W przypadku nieuiszczenia premii w terminie mamy więc do czynienia ze zwłoką dłużnika w umowie wzajemnej⁸⁹. W żadnym razie nie możemy natomiast uznać, że na skutek takiego opóźnienia nie doszło do zawarcia umowy. Pytanie o możliwość ukształtowania umowy opcji jako umowy realnej w oparciu o art. 353¹ k.c. zostało zasadnie postawione przez A. Chłopeckiego. Autor przyjął teoretycznie taką możliwość, lecz odrzucił ją na gruncie opcji będących papierami wartościowymi uznając, że nie znajduje ona oparcia w analizie woli stron ani celu konstrukcji papieru wartościowego na rachunku depozytowym, z czym należy się zgodzić⁹⁰.

Konsensualność, jako cechę właściwą dla umowy opcji przyjmuje się również w najnowszym piśmiennictwie, czego przykładem może być choćby wypowiedź P. Bryłowskiego, że opcja jest *bez wątpienia kontraktem konsensualnym, gdyż dochodzi do skutku solo consensu – przez samo porozumienie stron*⁹¹. Jest to pogląd przyjmowany również w orzecznictwie⁹².

4. Podsumowanie

Określenie charakteru umowy opcji nie jest łatwym zadaniem ze względu na brak regulacji oraz sprzeczności występujące w piśmiennictwie i orzecznictwie już choćby co do jej treści. Wydaje się jednak, że w świetle powyższych uwag przedstawić można następujące założenia.

Umowa opcji jest umową odpłatną. Jest to kontrowersyjne w świetle przytoczonego wyżej poglądu, że czynność jest odpłatna jeśli dochodzi do przysporzenia w zamian za przysporzenie lub zobowiązanie do przysporzenia. Wykazano bowiem, że udzielenie prawa opcynnego nie jest ani jednym ani drugim. Nie ulega jednak wątpliwości, że ma określoną wartość majątkową, co pozwala uznać bez ryzyka, że zapłata premii opcynnej nie jest działaniem pod tytułem darmym.

Przyjęto wyżej również wzajemny charakter umowy opcji. Zaznaczono przy tym, że istnieją umowy nieodpłatne umowy wzajemne, co było przyczyną rozstrzygnięcia najpierw kwestii jej odpłatności. Poddano krytyce wypowiedzi negujące wzajemny charakter umowy opcji ze względu na relacje zachodzącą między

⁸⁸ A. Chłopecki, *op. cit.*, s. 155-156.

⁸⁹ *Vide* P. Bryłowski, *op. cit.*, s. 621 i n.

⁹⁰ A. Chłopecki, *op. cit.*, s. 156-157.

⁹¹ P. Bryłowski, *op. cit.*, s. 620.

⁹² Tak m.in. Sąd Apelacyjny w Katowicach w wyroku z dnia 27 lutego 2013 roku w sprawie I ACa 915/12.

zapłatą premii opcyjnej, a udzieleniem uprawnienia opcyjnego. Fakt, że późniejsze korzyści uzyskane przez opcjobiorcę nie muszą być równe wysokości zapłaconej przez niego premii nie ma żadnego znaczenia.

Umowa opcji jest umową dwustronnie zobowiązującą i kauzalną, chociaż kauza pod którą działają strony może rodzić pewne wątpliwości. Przyjęto wyżej ostrożnie, że jest to *obligandi vel aquirendi causa*. Wreszcie, umowa opcji jest umową konsensualną, dochodzi do skutku z chwilą złożenia oświadczeń woli przez obie jej strony i pozbawiona jest elementu realnego.

ROZDZIAŁ VIII

UMOWA OPCJI A INNE INSTYTUCJE PRAWA CYWILNEGO

1. Umowa opcji jako umowa przedwstępna

1.1. Podstawowe informacje o umowie przedwstępnej

Umowa przedwstępna, zgodnie z art. 389 k.c., daje jednej lub obu stronom prawo do żądania zawarcia umowy przyrzeczonej. Powinna przy tym określać jej istotne postanowienia. Jeżeli strony nie oznaczyły w umowie przedwstępnej terminu zawarcia umowy przyrzeczonej, uprawnienie do jego oznaczenia ma strona uprawniona do żądania zawarcia umowy głównej, a jeśli uprawnione do tego są obie strony, decyduje oświadczenie wcześniej złożone. Art. 390 k.c. przewiduje dwa skutki uchylenia się przez zobowiązanego od zawarcia umowy przyrzeczonej. Skutek słabszy ogranicza się do obowiązku naprawienia szkody, jakiej strona uprawniona doznała w ramach ujemnego interesu umownego. Skutek silniejszy pozwala uprawnionemu żądać zawarcia umowy przyrzeczonej, jeśli umowa przedwstępna spełniała warunki formalne stawiane umowie głównej.

Status prawny umowy przedwstępnej nie jest do końca jasny. Istnieje spór, czy jest ona osobnym typem umowy, czy też jedynie jednym ze środków zmierzających do zawarcia umowy¹. Pokreślić należy, że jego roztrząsanie nie ma charakteru wyłącznie akademickiego. Uznanie umowy przedwstępnej za jeden ze sposobów zawarcia umowy przekreśli bowiem sens rozważań, konieczność których pojawi się po uznaniu jej za osobną umowę. Mowa o problemie uznania umowy przedwstępnej za umowę wzajemną i możliwości stosowania reguł odpowiedzialności kontraktowej, w tym poświęconej umowom wzajemnym, za jej niewykonanie lub nienależyte wykonanie obok odpowiedzialności deliktowej w postaci *culpa in contrahendo*².

¹ M. Krajewski, *Umowa przedwstępna*, Warszawa 2002, s. 2–15.

² A. Olejniczak, K. C. *Komentarz*, (red.) A. Kidyba, t. III, s. 262.

Przyznać trzeba, że wykładnia systemowa, chyba naturalnie się nasuwająca, nie ułatwia rozwiązania tego problemu. Z jednej strony można twierdzić, że umowa przedwstępna nie została uregulowana w księdze III tytule XI i następnych kodeksu cywilnego, a więc tej części, która poświęcona jest poszczególnym typom normatywnym umów. Z drugiej strony, sposoby zawarcia umowy, a więc oferta, rokowania, aukcja i przetarg zostały uregulowane w dziale II tytułu IV księgi I kodeksu cywilnego. Umowa przedwstępna, której poświęcone są art. 389 i 390 k.c. zawarta jest w tytule III księgi III, którego przedmiotem regulacji są postanowienia ogólne o zobowiązaniach umownych. Umowę przedwstępną znajdujemy tam obok takich instytucji, jak wzorce umowne, zadenek albo wyzysk.

Na samym początku stwierdzić wypada, że zastosowanie wykładni systemowej prowadzić może do myślnych rezultatów. Za przykład niech służy wyzysk, opisany w art. 387 k.c., który przez większość doktryny uznawany jest za wadę oświadczenia woli, a więc odmianę instytucji, która uregulowana jest w części ogólnej kodeksu³. Z drugiej strony, umowy, o których mowa w art. 391-393 k.c. nie są przecież odrębnymi typami normatywnymi umów, ale regulują ich zawarcie i wykonanie. O kwalifikacji umowy przedwstępnej decydować więc powinna jej istota. I tu zdania są podzielone.

Większość autorów skłania się jednak ku uznaniu umowy przedwstępnej za środek kontraktowania⁴. A. Olejniczak stwierdził natomiast, że jest ona *instrumentem prawnym, którym mogą posłużyć się strony w fazie przygotowania kontraktu, ale nie sposobem zawarcia umowy, ponieważ sama jest umową obligacyjną*⁵. Jest więc umową, której przedmiotem jest doprowadzenie do zawarcia innej umowy. Jest to jednak tylko pozorny kompromis między wyżej wymienionymi stanowiskami. Skoro bowiem umowa przedwstępna jest umową obligacyjną, jest umową, z której wynikają określone zobowiązania, a przedmiotem tych zobowiązań są konkretne świadczenia. P. Machnikowski pisze, że *świadczeniem, do którego zobowiązuje się strona [...] jest zawarcie innej umowy, na które składa się złożenie oświadczenia woli, a w pewnych przypadkach także inne zachowanie niezbędne do zawarcia umowy*⁶. Pytanie o wzajemny charakter takiej umowy jawi się więc, jako aktualne. Autor stwierdził jednak, że umowa przedwstępna dwustronnie zobowiązująca *nie*

³ Petrykowska, *Wady...*, s. 180 i n.

⁴ Zamiast wielu: M. Krajewski, *Umowa...*; tenże [w:] *SPP*, t. V, s. 728 i n., P. Machnikowski, *op. cit.*, s. 635.

⁵ A. Olejniczak, *op. cit.* s. 244.

⁶ P. Machnikowski, *op. cit.*, s. 635.

*jest umową wzajemną, gdyż świadczenia stron nie podlegają wymianie*⁷. Tego samego zdania jest M. Krajewski.⁸ Na takim stanowisku stoi również Sąd Najwyższy⁹.

Zdając sobie sprawę z dominującego stanowiska doktryny jak i orzecznictwa, skłaniam się jednak ku stanowisku, w którym umowa przedwstępna jest osobnym typem normatywnym umowy. Szczegółowe rozważania w tym aspekcie wykraczają jednak poza zakres niniejszej pracy.

Dla potrzeby poniższych rozważań zwrócić należy również uwagę na istniejącą rozbieżność odnoszącą się do możliwości zbycia wynikającego z umowy przedwstępnej roszczenia o zawarcie umowy przyrzeczonej, jak i do przejęcia wynikającego z niej długu. Wyróżnić można trzy stanowiska. Na pierwszym stoi między innymi P. Machnikowski, zdaniem którego przelew wierzytelności byłby sprzeczny z właściwością zobowiązania, a więc niedopuszczalny w świetle art. 509 k.c.¹⁰. Stanowisko zdecydowanie bardziej liberalne zajmuje Cz. Żuławska, która powołując się na wyrok SN z dnia 09 maja 2000 roku¹¹ dopuszcza taką możliwość¹². Podejście kompromisowe reprezentują między innymi M. Krajewski¹³ i A. Olejniczak¹⁴. Zdaniem pierwszego z wymienionych autorów zmiana podmiotowa po stronie umowy wzajemnej dopuszczalna byłaby wyłącznie za zgodą kontrahenta. Drugi natomiast stwierdza, że *pewien zakres braku tożsamości zobowiązania jest immanentnie wpisany w oba te instrumenty prawne [przelew i przejęcie długu – A.J.], lecz nie stoi to na przeszkodzie ich stosowania*. To wypośrodkowane stanowisko wydaje się najtrafniejsze.

1.2. Opcja a umowa przedwstępna

Umowa opcji, jako umowa, której przedmiotem jest zapewnienie jednej ze stron prawa do decydowania o zawarciu innej umowy w przyszłości w sposób naturalny nasuwa pytanie o jej związek z umową przedwstępną. Pytanie to pozostaje aktualne zarówno na gruncie opcji występujących na całym rynku zorganizowanym, które rodzą jedynie roszczenie materialnoprawne o zawarcie umowy

⁷ *Ibidem*.

⁸ M. Krajewski, *SPP*, t. 5, s. 741-742.

⁹ Wyrok S.N. z 02 kwietnia 2004 roku III CK 537/02, LEX nr 172786; wyrok S.N. z 14 grudnia 1999 roku II CKN 524/98, OSN 2000, nr 6, poz. 120.

¹⁰ P. Machnikowski, *op. cit.*, s. 636.

¹¹ IV CKN 955/00, LEX nr 52534.

¹² Cz. Żuławska [w:] G. Bieniek, K. C. *Komentarz* t. I, Warszawa 2009, s. 201.

¹³ M. Krajewski, *SPP*, t V, s. 779.

¹⁴ A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 248-249.

głównej, jak i na gruncie opcji, które mogą być zawierane jedynie na rynku nieorganizowanym, a które mogą rodzić prawo podmiotowe kształtujące do powołania umowy mocą jednostronnego oświadczenia woli. Siłą rzeczy, podobieństwa z umową przedwstępną są silniejsze w pierwszym z opisanych wyżej wariantów.

W cywilistyce przedwojennej pewnego związku między umową opcji a umową przedwstępną doszukiwał się między innymi R. Longchamps de Berier¹⁵. Jego zdaniem umowa przedwstępna kreująca jednostronne przyrzeczenie zawarcia umowy jest rodzajem opcji, którą rozumiał jako *czynność prawną, która pozostawia jednej stronie decyzję o tym, czy umowa ma dojść do skutku*¹⁶. Opcję kreowały nie tylko umowa przedwstępna, ale również oferta z oznaczonym terminem wiązania, czy umowa zawarta pod warunkiem *si voluero*. Nie można w związku z tym twierdzić, że utożsamiał on opcję z umową przedwstępną, a raczej między innymi w umowie przedwstępnej widział źródło opcji. F. Zoll wypowiedział się w podobnym tonie, że do opcji znanych prawu anglosaskiemu należy stosować odpowiednio przepisy o umowie przedwstępnej¹⁷.

Współcześnie stanowisko takie reprezentuje głównie A. Chłopecki¹⁸. Analizując uchylone już Zarządzenie Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych z dnia 10 lutego 1997 r. w sprawie trybu i warunków wprowadzania do publicznego obrotu szczególnych praw z papierów wartościowych (opcji i transakcji terminowych)¹⁹ wydane na podstawie art. 49 § 3 ustawy z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych²⁰. Autor ten doszedł do wniosku, że skoro umowa opcji rodzi prawo żądania zawarcia określonej umowy przez dany czas, stanowi umowę przedwstępną.

¹⁵ *Takie jednostronne przyrzeczenie zawarcia umowy w przyszłości jest rodzajem opcji. Mianem opcji określa się w obrocie czynność prawną, która pozostawia jednej stronie decyzję o tym, czy umowa ma dojść do skutku. W szczególności opcją nazywamy także ofertę z oznaczonym terminem wiązania. Np. ktoś oferuje drugiemu na sprzedaż pewną ilość wagonów jakiegoś produktu za określoną cenę, z tym że pozostaje w obiegu tylko przez jakiś czas, np. przez miesiąc. Odmienny jest skutek opcji w tym znaczeniu od jednostronnej umowy przedwstępnej[...]. Wreszcie możliwa jest trzecia forma prawna opcji, a mianowicie gotowa umowa bądź zawarta pod warunkiem, że jedna strona oświadczy w ciągu oznaczonego czasu, że chce z umowy skorzystać, bądź wymagająca (w myśl woli stron) do swej ważności, aby jedna ze stron złożyła w ciągu określonego czasu oświadczenie, że chce z opcji skorzystać. Ta trzecia forma opcji nie jest w k.z. unormowana, można ją uznać za dopuszczalną w myśl ogólnej zasady wolności umów [...].* R. Longchamps de Berier: *Zobowiązania*, Poznań 1948 s. 165-166.

¹⁶ R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania*, s. 159.

¹⁷ F. Zoll, *Zobowiązania w zarysie*, Warszawa 1948, s. 78.

¹⁸ A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe...*, s. 1 i n.; tak również K. Kaczanowski, G. Wiaderek, *Przenoszenie praw z opcji*, Głosa 1999/3 s. 2.

¹⁹ Mon. Pol. z 1997 r. Nr 11, poz. 77 z późn. zm.

²⁰ Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239, Nr 71, poz. 313 i Nr 121, poz. 591.

Zastrzegł jednocześnie, że wniosek ten aktualny jest jedynie na gruncie umowy opcji rzeczywistej²¹. Poglądy swoje A. Chłopecki podtrzymał, choć z pewnymi zastrzeżeniami uwzględniającymi krytykę swojego pierwotnego stanowiska, na gruncie zmienionego później stanu prawnego²².

1.3. Krytyka uznania opcji za umowę przedwstępną

Uznanie umowy opcji za umowę przedwstępną spotkało się z krytyką wielu autorów²³. Zarzuty stawiane przez nich można podzielić na konstrukcyjne i celowościowe. Podstawowymi zarzutami konstrukcyjnymi wobec tak rozumianej umowy opcji są głównie niemożliwość kwalifikacji premii opcyjnej i charakter uprawnienia opcyjnego. Na gruncie umowy przedwstępnej premia opcyjna byłaby świadczeniem nienależnym, gdyż nie można jej uznać za zadatek ani zaliczkę. Ten argument poddaje się jednak krytyce, gdyż *brak jest przeszkód prawnych, by premię opcyjną zakwalifikować jako świadczenie wzajemne uprawnionego z jednostronnie zobowiązującej umowy przedwstępnej, ukształtowane w ramach swobody umów (353¹ k.c.). W tym ujęciu premia stanowiłaby ekwiwalent uprawnionego za to, że druga strona zobowiązała się do zawarcia umowy w przyszłości*²⁴. Trzeba jednak przyznać, że odpłatność jest cechą charakterystyczną umowy opcji, podczas gdy nie można tego powiedzieć o umowie przedwstępnej.

Teza uznająca umowę opcji za umowę przedwstępną jest odrzucana m.in. przez M. Gutowskiego z innego jeszcze powodu. Jego zdaniem istotą umowy opcji jest uprawnienie jednej strony do „powołania do życia” oznaczonej umowy przez złożenie jednostronnego oświadczenia woli, podczas gdy umowa przedwstępna przewiduje dwa skutki, które nie idą tak daleko i przez to nie są tak wygodne i pewne dla opcjobjorcy. Autor wskazuje, że źródłem błędnego jego zdaniem poglądu jest przywołane przez A. Chłopeckiego Zarządzenie uchylone następnie rozporządzeniem Rady Ministrów z 22.12.1998 r. Gutowski zdaje się iść za poglądem Gwiazdomorskiego, który odnośnie opcji pisał, że *akt, który bezpośrednio powołuje zamierzony stosunek prawny do życia jest jednostronnym oświadczeniem woli*²⁵. Taka konstrukcja stanowiłaby istotne wzmocnienie pozycji uprawnionego, gdyż ułatwia i skraca sądowe dochodzenie swoich roszczeń. By wywołać skutek silniejszy umowy przedwstępnej, należy wnieść kolejno dwa powództwa. Pierwsze

²¹ A. Chłopecki, *op. cit.*, s. 57.

²² *Ibidem*, s. 54-55.

²³ m.in. M. Romanowski, *Charakter...*, s. 29-30; tenże *SPP*, t. IX, s. 602 i n.; G. Wiaderek, *op. cit.*, s. 11 i 12, L. Sobolewski, *op. cit.*, s. 6-7, M. Gutowski, *op. cit.*, s. 185 i n.

²⁴ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 189.

²⁵ J. Gwiazdomorski, *op. cit.*, s. 439.

o ustalenie obowiązku złożenia oświadczenia woli na podstawie art. 64 k.c., a dopiero po uprawomocnieniu się tego orzeczenia, co w toku instancji trwać może bardzo długo, należy wnieść powództwo mające na celu realizację roszczeń z umowy głównej, gdyby bowiem wniesiono je jednocześnie – to drugie z nich zostałoby oddalone jako przedwczesne. Opcja skraca tę drogę, gdyż na skutek złożenia oświadczenia woli przez opcjobjorcę stosunek prawny już powstał i wywołał skutki, jak przejście własności, przedłużenie najmu czy przejście praw autorskich²⁶.

Bardzo silnym argumentem przeciwko koncepcji umowy przedwstępnej są podnoszone w piśmiennictwie wątpliwości co do dopuszczalności zmian podmiotowych w umowie przedwstępnej w porównaniu do zachodzących w umowie opcji. Jak już była o tym mowa, prawo opcyjne udzielane w umowie opcji ma charakter zbywalny, co nie budzi najmniejszych wątpliwości. Znacznie bardziej skomplikowana jest kwestia owych zmian w umowie przedwstępnej, o czym była mowa wyżej. Zmiany podmiotowe w stosunkach zobowiązaniowych można rozpatrywać na trzech płaszczyznach: cesji wierzytelności, przejęcia długu oraz dziedziczności praw i obowiązków. Odchodzi się obecnie od ortodoksyjnego stanowiska całkowicie odrzucającego dopuszczalność zmiany podmiotów umowy przedwstępnej. Podnosi się, że w odniesieniu do skutku silniejszego, dopuszczalna jest cesja wierzytelności, wynikającej z dwustronnie zobowiązującej umowy przedwstępnej, jeżeli połączona jest ze zgodą dłużnika i prowadzi do jednoczesnego przejęcia długu²⁷.

Przejęcie długu może nastąpić na skutek umowy dłużnika albo wierzyciela z osobą trzecią, jednak zawsze wymagać będzie zgody tego podmiotu, który nie był stroną tej czynności. W przypadku dwustronnie zobowiązującej umowy przedwstępnej powinien się dokonać w połączeniu z cesją wierzytelności. Zmiana podmiotowa w drodze dziedziczenia nie jest obecnie podawana w wątpliwość²⁸.

Uznanie umowy opcji za umowę przedwstępną z zaprezentowanym bagażem wskazanych wątpliwości rodzić mogłoby nieakceptowalne na rynku kapitałowym preteksty do podważania dopuszczalności zmian podmiotowych w umowie opcji, a więc w obrocie instrumentami finansowymi, który to obrót nie powinien zostać poddany w wątpliwość.

Kolejną różnicą między porównywanymi instytucjami jest chwila zawarcia umowy głównej. Jeżeli bowiem uprawnienie wynika z umowy opcji, chwilą zawarcia umowy będzie moment złożenia oświadczenia woli przez opcjobjorcę. W przypadku umowy przedwstępnej, umowa główna zostanie zawarta po złożeniu oświadczeń woli przez obie strony²⁹.

²⁶ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 185-194.

²⁷ M. Krajewski; SPP, t. V, s. 778.

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ Który to argument będzie zasadny tylko przy przyjęciu koncepcji M. Gutowski, *Umowa...*, s. 193-194.

Zwrócić również należy uwagę, że z natury stosunku opcji niemożliwe jest skonstruowanie umowy opcji, która przyznawałaby uprawnienie obu stronom, na co zezwala art. 389 k.c. Wiąże się to pośrednio z kolejną ważną różnicą.

Strony umowy przedwstępnej działają w celu zawarcia umowy przyrzeczonej w przyszłości. Jeżeli jedna z nich działała bez tej woli czy, tym bardziej, z zamiarem niezawarcia umowy głównej, należałoby jej przypisać złą wiarę. Strona ta odpowiadać by mogła na zasadzie *culpa in contrahendo*. Natomiast żadna odpowiedzialność opcjodawcy w sytuacji analogicznej nie wchodzi w grę. W wielu opcjach, wystawca działa w celu osiągnięcia zysku w postaci uzyskania premii opcyjnej, a zawarcie umowy głównej jest sprzeczne z jego interesami. Nie oznacza to oczywiście, że opcjodawca może podejmować działania zmierzające do uniemożliwienia opcjobiorcy wykonania przysługującego mu prawa. Można tę myśl podsumować słowami, że strony umowy przedwstępnej mają wspólny interes w postaci zawarcia korzystnej dla nich obu umowy głównej, podczas gdy dla stron umowy opcji zawarcie umowy wiąże się korzyści jednej, a stratą drugiej z nich. Ich interesy są więc rozbieżne.

Co ciekawe, w razie wątpliwości co do charakteru zawartej umowy, w przypadku umowy przedwstępnej, należy domniemywać jej stanowczy charakter, czyli uznać ją za wywołującą wszystkie skutki umowę główną³⁰. Wydaje się, że podobna analogia na gruncie stosunku opcyjnego byłaby nadużyciem, głównie z powodu opisanej już różnicy w intencji stron co do zawarcia umowy głównej, jak i z uwagi na fakt, że dojście umowy głównej zależy wyłącznie od woli opcjobiorcy i nie należy narzucać mu rozwiązań prawnych, zamieniających odpłatnie nabyte uprawnienie w domniemanie, które może pociągnąć za sobą daleko idące i niepożądane skutki. Podkreślić należy, że umowa taka uznawana by była za zawartą od chwili złożenia oświadczeń woli, podczas gdy jej warunki i cel projektowane były na ściśle określonej przyszłość.

Całkowicie inny charakter mają terminy występujące w obu umowach. Termin występujący w umowie opcji ma charakter zawity, gdyż po jego bezskutecznym upływie uprawnienie wygasa. Natomiast termin przewidziany przez strony umowy przedwstępnej ma na celu umożliwienie im przewyciężenia przeszkód faktycznych i prawnych w zawarciu umowy głównej, lepsze przygotowanie się stron, czy też uzyskanie wymaganego zezwolenia władzy publicznej. Przyjmuje się, że jest to termin rozumiany jako okres, nie zaś punkt, co ma zasadnicze znaczenie w umowie opcji. Po jego upływie roszczenie o zawarcie umowy przyrzeczonej staje się wymagalne (o ile mamy do czynienia ze skutkiem silniejszym). Termin w umowie opcji służy ustaleniu konkretnego czasu istnienia

³⁰ M. Krajewski, *SPP*, t. V, s. 778.

stosunku podległości kompetencji i ewentualnie wskazaniu daty, w której opcjodawca może ze swojego uprawnienia skorzystać. Wyróżnia się bowiem, ze względu na różne ujęcie terminu wykonania opcji amerykańskie i europejskie, o czym była już mowa poprzednio. Na gruncie opcji giełdowych i walutowych przyjmuje się, że dany termin ma być ściśle oznaczony, a nie jedynie oznaczalny, choć wydaje się, że to zastrzeżenie traci aktualność w odniesieniu do pozostałych opcji.

Ciekawy jest problem formy obu umów. Kwestia formy umowy opcji omówiona została w innym miejscu. Stwierdzić należy jednak, że dla ważności umów opcji zawieranych poza rynkiem zorganizowanym konieczne jest zachowanie formy właściwej dla umowy głównej. Jej niezachowanie rodzić będzie nieważność umowy, a nie jedynie, jak to ma miejsce w umowie przedwstępnej – zajęcie jej skutku słabszego³¹.

Przedawnienie roszczeń wynikających z umowy przedwstępnej następuje z upływem roku od dnia, w którym miała być zawarta umowa przyrzeczona lub od uprawomocnienia się oddalającego roszczenie o zawarcie umowy przyrzeczonej³². Jest to podyktowane szczególnym charakterem tych roszczeń, co nie może mieć przełożenia na roszczenia wynikające z umowy opcji. Umowa główna zostaje bowiem zawarta przez jednostronne oświadczenie woli uprawnionego, na co opcjodawca nie ma wpływu. Roszczenia wynikające natomiast z wykonania umowy głównej podlegać będą zasadom ogólnym. To samo dotyczy umowy opcji, nie ma bowiem żadnych przepisów szczególnych, które odnosiłyby się bezpośrednio do niej. Oznacza to, że zgodnie z przepisami ogólnymi k.c. okres przedawnienia wynosił będzie 10 lat, a w stosunkach między przedsiębiorcami 3 lata.

Zwrócić należy uwagę na niejednolitość poglądów co do charakteru uprawnienia opcjodawcy. Część doktryny uważa je za prawo podmiotowe kształtujące, większość widzi w nim jednak zasadnie roszczenie. Próby utożsamiania omawianych umów znajdują jakiegokolwiek podstawy tylko przy przyjęciu tego drugiego poglądu, co akurat zdawałoby się być uzasadnione w większości umów opcyjnych. Jednakże ten jeden wspólny element jest zbyt słabą podstawą konstrukcyjną do przyjęcia tożsamości porównywanych konstrukcji.

Widać więc, że różny jest nie tylko cel porównywanych umów, lecz i zakres kompetencji uprawnionego, o wiele szerszy w przypadku umowy opcji. Wreszcie, konstrukcja umowy przedwstępnej w żaden sposób nie przystaje do opcji nierzeczywistych, co przyznają nawet zwolennicy tej koncepcji. Z tych względów, mimo dostrzegalnych podobieństw, należy opowiedzieć się przeciwko kwalifikacji umowy opcji jako swego rodzaju umowy przedwstępnej.

³¹ Tak też M. Romanowski, *Charakter...*, s. 30.

³² A. Olejniczak, *op. cit.*, s. 266.

2. Umowa opcji jako oferta

2.1. Podstawowe informacje o ofercie w prawie polskim

Oferta uregulowana została w art. 66 i n. kodeksu cywilnego, to jest w dziale II tytułu IV księgi I k.c., a więc została potraktowana przez ustawodawcę jako jeden ze sposobów zawarcia umowy obok rokowań, przetargu i aukcji. Jest to sposób najpopularniejszy, wykorzystywany w drobnych umowach dotyczących czynności codziennych, jak i w umowach o poważnym znaczeniu gospodarczym³³. Oferta stanowi skierowaną do drugiej strony propozycję zawarcia umowy, która zawiera jej istotne postanowienia. Propozycja ta ma zdaniem Z. Radwańskiego postać jednostronnego oświadczenia woli³⁴, która dopiero w wyniku jej przyjęcia przez oblata poprzez złożenie drugiego oświadczenia woli staje się wraz z nim czynnością prawną w postaci zawartej umowy³⁵. Zgodzić należy się jednak z przedstawicielami odmiennego poglądu³⁶. Skoro bowiem złożenie oferty jest czynnością konwencjonalną prowadzącą do ukształtowania stosunku prawnego (stosunek związania ofertą łączący oferenta z oblatem), jest czynnością prawną odrębną od czynności prawnej jaką jest umowa zawarta w wyniku jej przyjęcia.

Ofertę należy odróżnić od innych propozycji zawarcia umowy. Zgodnie bowiem z art. 71 k.c. *ogłoszenia, reklamy, cenniki i inne informacje, skierowane do ogółu lub do poszczególnych osób, poczytuje się w razie wątpliwości nie za ofertę, lecz za zaproszenie do zawarcia umowy*. Przepis ten czytać należy przede wszystkim razem z art. 543 k.c., który stanowi, że Wystawienie rzeczy w miejscu sprzedaży na widok publiczny z oznaczeniem ceny uważa się za ofertę sprzedaży. Ofertę należy również odróżnić od deklaracji intencji (ang. *letter of intent*)³⁷.

W prawie polskim oferent jest związany ofertą³⁸. Jak słusznie zauważa K. Kopaczyńska – Pieczniak *stan związania ofertą przejawia się w tym, że po jej*

³³ M. Wojewoda, K. C. Komentarz, red. M. Pyziak – Szafnicka, s. 697.

³⁴ Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 343-344.

³⁵ B. Gawlik, *Procedura zawierania umowy na tle ogólnych przepisów prawa cywilnego* (art. 66-72), Kraków 1977, s. 59-65.

³⁶ Odmiennie uważają między innymi: S. Grzybowski, *System Prawa Cywilnego*, t. I, Warszawa – Wrocław – Kraków – Gdańsk 1974, *Część ogólna*, s. 478, M. Gutowski, *Charakter prawny oferty na tle niedawnych zmian w kodeksie cywilnym*, PiP 2005/3, s. 72-79, M. Jasiakiewicz, *Ofertowy system zawierania umów w polskim prawie cywilnym*, Toruń 2003, s. 57, M. Wojewoda, *op. cit.*, s. 698.

³⁷ Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 358-359.

³⁸ Na temat związania *vide* M. Wojewoda *op. cit.*, s. 705-711.

złożeniu oferent w zasadzie nie ma wpływu na dojście umowy do skutku³⁹. Jedyne wyjątek stanowi złożenie oferty w postaci elektronicznej (art. 66¹ k.c.), która wiąże oferenta, o ile oblat niezwłocznie potwierdzi jej przyjęcie.

2.2. Umowa opcji, a oferta

Nie da się ukryć, że pozycja prawna oblata i opcjobiorcy są podobne. Obaj mogą decydować o zawarciu określonej umowy. To podobieństwo stało się podstawą do poglądu, że opcja stanowi w gruncie rzeczy ofertę zawarcia określonej umowy w określonym czasie. W rozdziale IV przedstawiono już aktualne koncepcje angielskie i niemieckie dotyczące kwalifikacji opcji jako oferty.

Polska doktryna nie stanowi pod tym względem wyjątku, konstrukcyjnego uzasadnienia opcji poszukując między innymi w ofercie. Jako pierwszy koncepcję taką wysnuł R. Longchamps de Berier, który uznał, że *opcją nazywamy także ofertę z oznaczonym terminem wiązania*⁴⁰. Niestety, dotychczasowa dyskusja nie doprowadziła do jasnego rozgraniczenia dwóch płaszczyzn, na których możemy mówić o ofercie w odniesieniu do opcji. Otóż autorzy negujący umowny charakter opcji utożsamiają cały stosunek opcyjny z ciągłą, nieodwołalną ofertą, do przyjęcia której uprawniony jest opcjobiorca⁴¹. Inni z kolei, analizując treść świadczenia wynikającego ze zobowiązania umownego opcjodawcy, widzą w nim taką ofertę. Według odosobnionego stanowiska M. Krajewskiego opcjobiorcy przysługuje roszczenie o wystawienie oferty przez opcjodawcę⁴². Część doktryny uważa natomiast, że opcja w ogóle nie ma w sobie nic z oferty i neguje próby jakiegokolwiek stosowania przepisów dotyczących oferty do stosunku opcyjnego⁴³. Polemika pierwszych dwóch grup autorów nie zawsze jasno określa jednak element opcji, który chcą czy też nie chcą oni zrównać ze swego rodzaju ofertą, co prowadzi do szeregu nieporozumień. Przykładem takiego zdaje się nieporozumienia jest być negacja poglądu S. Sołtysińskiego dotyczącego złożenia oferty jako treści zobowiązania⁴⁴, przez cytowanego już L. Sobolewskiego⁴⁵,

³⁹ K. Kopaczyńska – Pieczeniak, K. C. *Komentarz*, red. A. Kidyba, t. I, s. 403.

⁴⁰ R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania*, s. 159.

⁴¹ Z. Radwański, *SPP*, t. III, cz. 1, s. 411.

⁴² M. Krajewski, *Konstrukcja...*, s. 604.

⁴³ Np. M. Gutowski, *Umowa...*, s. 174 i n.

⁴⁴ S. Sołtysiński, (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. II, Warszawa 1996, s. 333 – 334.

⁴⁵ L. Sobolewski, *op. cit.*, s. 7

który odniósł tę wypowiedź do źródła opcji. Nie sposób nie zgodzić się z tym autorem, lecz jego argumentacja dotyczy innego elementu opcji, niż omawiany przez S. Sołtyśńskiego.

Niemiecki teoretyk prawa, D. Henrich, ocenił kwalifikowanie opcji jako oferty następującymi słowami: *znaczy to, iż mylimy skutek z przyczyną tego samego pojęcia. Prawo opcji z pewnością polega na umowie, na mocy której jedna ze stron „udziela” oferty, a druga płaci za stan związania ofertą*⁴⁶. Ta koncepcja przedstawia ofertę jako przedmiot szerszego stosunku, umowy opcji. Co więcej, premia opcyjna nie może znaleźć innego uzasadnienia swojego bytu, niż uznanie jej za świadczenie wzajemne i to w czystej postaci, choć nie jest to bezsporne⁴⁷. Na gruncie oferty byłaby świadczeniem nienależnym, podczas gdy w umowie opcji stanowi wzajemne świadczenie majątkowe i cel gospodarczy dla jednej ze stron.

2.3. Krytyka ujęcia umowy opcji jako oferty

Wydaje się, że koncepcję opcji jako oferty należy odrzucić z kilku przyczyn. Po pierwsze, odmienny jest gospodarczy cel złożenia oferty i zawarcia umowy opcji. Otóż oferent dąży do zawarcia umowy, podczas gdy opcjodawca najczęściej będzie chciał tego uniknąć, swój zysk widząc w premii opcyjnej. Tak będzie zawsze w opcjach będących instrumentami finansowymi. Inaczej może się to przedstawiać w opcjach menedżerskich, leasingowych czy w opcjach przedłużenia stosunku trwałego. Tam ziszczenie się warunków pozwalających opcjobiorcy na zawarcie umowy będzie oznaczało, że obie strony osiągną swoje cele gospodarcze – menedżer nabędzie prawo do nabycia określonej liczby akcji czy udziałów po atrakcyjnej cenie, dzięki temu, że doprowadził do wzrostu wartości spółki, co stanowi z kolei korzyść wspólników⁴⁸. Różnica celów gospodarczych z konstrukcyjnego punktu widzenia uwidacznia się również w tym, że oferta jest zaledwie etapem prowadzącym do zawarcia umowy głównej, podczas gdy umowa opcji jest już stosunkiem definitywnym, bez

⁴⁶ D. Henrich, *Vertrag, Optionvertrag, Vorrechtsvertrag – Eine dogmatische – systematische Untersuchung der vertraglichen Bindungen vor und zu einem Vertragsschluß*, Berlin 1965, s. 231-232, cyt. za: M. Gutowski, *Umowa...*, s. 181.

⁴⁷ Innego zdania jest A. Chłopecki, stanowisko swoje prezentuje w: *Opcje i transakcje terminowe...*, s. 155 – 160.

⁴⁸ Podobnie rzecz się ma w przypadku opcji przedłużenia najmu czy dzierżawy. Umowa zostanie przedłużona na warunkach odpowiadających obu stronom. Opcje te nie są jednak instrumentami finansowymi w rozumieniu u.o.i.f.

względu na jej ewentualne wykonanie. Tak więc w razie niezawarcia umowy głównej cel złożenia oferty nie zostanie osiągnięty, czego nie można powiedzieć o opcji⁴⁹.

Po drugie, porównanie treści oferty i opcji wyklucza utożsamianie tych pojęć. Zasady lustrzanego odbicia lub przyjmowania ofert z zastrzeżeniem w stosunkach między przedsiębiorcami prowadzą do tego, że umowa może mieć inny kształt niż pierwotna oferta. Byłoby to wypaczeniem uprawnienia opcjobiorcy, które istnieje tylko w postaci przewidzianej pierwotnie, gdyż sytuacja przeciwna prowadziła by do objęcia zasadą swobody umów czynności jednostronnych, które nakładają obowiązki na osoby trzecie, co jest sprzeczne z podstawowymi założeniami prawa cywilnego⁵⁰. Treść opcji jest wypadkową ofert czy negocjacji i wszelkie próby zmiany tej treści w trakcie jej trwania przez jedną ze stron z pominięciem drugiej uznać należy za niedopuszczalne.

Po trzecie, termin związania oferenta jest ściśle regulowany przez przepisy k.c. Jego istotą jest zapewnienie oblatowi czasu do namysłu, czy chce przyjąć ofertę i zawrzeć umowę. Nawet, jeśli jest to oferta z oznaczonym terminem związania, jest to termin, w którym oblat ma podjąć decyzję, a celem złożenia oferty nie jest tworzenie stanu związania. Związanie ofertą jest jedynie technicznym elementem tego trybu. Tymczasem okres ważności opcji nie służy namysłowi uprawnionego lecz jest czasem, w którym według założeń stron mają nastąpić określone procesy gospodarcze, co którejs z nich, lub rzadziej obu, pozwoli osiągnąć swoje cele⁵¹.

Po czwarte, podobnie, jak przy umowie przedwstępnej – nie da się zakwalifikować opcji jako oferty w świetle istnienia premii opcyjnej. Koncepcja taka dałaby się utrzymać tylko przy kwalifikacji opcji jako umowy o wystawienie oferty, co upada jednak z przyczyn wyżej przedstawionych.

Powyższe argumenty skłaniają do ostatecznego przyjęcia, że źródłem prawa opcyjnego, jest umowa opcji. Nie oznacza to jednak, że stosunki prawne o zbliżonej treści nie mogą być kreowane za pomocą czynności jednostronnych, czego najlepszym przykładem jest właśnie złożenie nieodwołalnej oferty z oznaczonym terminem wiązania. Treść takiego stosunku, choć zbliżona do umowy opcji, będzie jednak inna.

⁴⁹ Tak M. Gutowski, *op. cit.*, s. 178.

⁵⁰ *Ibidem*, s. 247.

⁵¹ Co więcej, ewentualne interpretowanie opcji, jako oferty ma sens tylko na gruncie opcji amerykańskich, to jest dającym możliwość skorzystania z prawa opcji od czasu zawarcia umowy przez cały czas do upływu oznaczonego terminu. Jednakże, jako oferta z pewnością nie mogą być interpretowane opcje europejskie, które mogą być zrealizowane tylko w oznaczonym dniu, natomiast prawo do skorzystania z prawa opcji (a więc hipotetycznie – do przyjęcia oferty) nie występuje w czasie między powstaniem opcji, a tak zwanym dniem expiracji. Konstrukcja taka nie da się dopasować do oferty, która może być przyjęta w całym okresie związania oferenta.

3. Opcja jako umowa warunkowa

3.1. Pojęcie warunku i umowy warunkowej

Warunek jest dodatkowym składnikiem treści czynności prawnej, który uzależnia jej skuteczność prawną od zdarzenia przyszłego i niepewnego⁵². Warunkiem nazywane jest również samo zdarzenie, od zajścia którego uzależniona jest skuteczność czynności prawnej⁵³. W zupełnie innym znaczeniu mianem warunku, a raczej warunków, określa się treść całej czynności prawnej, jak warunki umowy, ogólne warunki ubezpieczenia⁵⁴. Określenie to nie ma jednak nic wspólnego z tym, które czyni umowę „warunkową”. Warunek w rozumieniu art. 89 i n. k.c. należy zdecydowanie odróżnić od tak zwanego *conditio iuris*, to jest ustawowej przesłanki ważności czynności prawnej⁵⁵. Uzależnione od warunku mogą być czynności jednostronne jak i umowy⁵⁶.

W literaturze wyróżnia się trzy podstawowe podziały warunków. Podstawowy to podział na warunki zawieszające i rozwiązujące, którego kryterium jest skutek zastrzeżenia warunku. Drugi podział wprowadza trzy grupy warunków: kazualne, potestatywne i mieszane, a podstawą ich wyodrębnienia jest wpływ postępowania człowieka na wystąpienie zdarzenia przyszłego i niepewnego. Wreszcie, mamy do czynienia z warunkami dodatnimi i ujemnymi, które uzależniają los czynności prawnej od zmiany dotychczasowej sytuacji lub od jej trwania⁵⁷.

Ustawodawca wprowadził w art. 89 k.c. domniemanie dopuszczalności zastrzegania warunku z wyjątkami w postaci ustawowego zakazu (np.: art. 157 § 1 k.c., art. 962 k.c., art. 1018 § 1 k.c.) i sprzeczności warunku z naturą czynności prawnej. Do tej drugiej grupy zalicza się między innymi oświadczenia mające wpływ na kształtowanie stanu cywilnego⁵⁸, małżeńskie umowy majątkowe⁵⁹ i czynności procesowe w zakresie, w jakim nie wywołują jednocześnie skutku materialnoprawnego⁶⁰. Zgodnie z art. 84 k.c. warunek niemożliwy, jak również

⁵² S. Grzybowski, *SPC*, t. I, s. 517, Z. Radwański, *SPP*, t. II, wyd. II, s. 259.

⁵³ B. Giesen, *op. cit.*, s. 932.

⁵⁴ A. Janiak, *op. cit.*, t. I, s. 534.

⁵⁵ A. Chłopecki, *Warunki w rozumieniu art. 89 k.c. a warunki prawne (conditiones iuris)*, PPH, 2001/7 s. 23 i n.

⁵⁶ B. Giesen, *op. cit.*, s. 944, z zastrzeżeniem wyłączenia możliwości zastrzegania warunku w jednostronnych czynnościach prawnych o charakterze prawnokształtujących.

⁵⁷ B. Giesen, *op. cit.*, s. 936.

⁵⁸ J. Strzebińczyk, K. C. *Komentarz*, (red.) E. Gniewek, s. 236.

⁵⁹ Z. Radwański, *SPP*, t. II, s. 269.

⁶⁰ M. Pyziak – Szafnicka, *Uznanie długu*, Łódź 1995, s. 220 i n.

warunek przeciwny ustawie lub zasadom współżycia społecznego pociąga za sobą nieważność czynności prawnej, gdy jest zawieszający; uważa się za nie zastrzeżony, gdy jest rozwiązujący.

Pojęcie umowy warunkowej odnosi się właśnie do umowy zawartej pod warunkiem. Może to być każdy z wyżej opisanych warunków. W takiej sytuacji warunek jest dodatkowym zastrzeżeniem umownym o charakterze podmiotowo istotnym. Szczególne kontrowersje w stosunkach umownych rodzi dopuszczalność zastrzeżenia warunku, którego spełnienie jest całkowicie zależne od woli jednej ze stron. Jak pisze Z. Radwański *warunki potestatywne poszerzają sferę wpływania przez czynność prawną na cudze działania, a to dzięki temu, że wiążą oczekiwane przez jedną stronę postępowanie drugiej strony z przysporzeniem przez nią uzyskiwanym*⁶¹. Autor ten podnosi również wątpliwości, czy warunek potestatywny mieści się w ogóle w konstrukcji czynności prawnej lub stosunku zobowiązaniowego⁶². Wątpliwości tych częściowo nie podzielił Sąd Najwyższy, który stwierdził, że *warunek tzw. potestatywny, to warunek zależny od woli stron. W tym wypadku zastrzeżony w warunku skutek czynności prawnej zależy od określonego świadomego zachowania się strony czynności prawnej. Pod wpływem prawa francuskiego (art. 1174 kodeksu cywilnego francuskiego uznał takie warunki za nieważne) szerokie uznanie znalazł w doktrynie polskiej pogląd, że warunek nie może zależeć wyłącznie od woli zobowiązanego, ponieważ sprawia to, że zobowiązanie w takim wypadku w ogóle nie powstaje. Pogląd ten jest zbyt daleko idący, choć należy zgodzić się z wyrażonym w literaturze zapatrywaniem, że nie mogą być warunkiem w rozumieniu art. 89 KC zdarzenia objęte treścią zobowiązania dłużnika, których spełnienie uzależnione jest całkowicie od jego woli*⁶³.

3.2. Opcja jako umowa warunkowa

Wśród prób zakwalifikowania opcji, jako jednej z umów nazwanych pojawiła się koncepcja uznająca, że umowa opcji jest w gruncie rzeczy umową sprzedaży lub, w zależności od okoliczności, inną umową znaną prawu cywilnemu, zawartą pod warunkiem zawieszającym. Jej źródłem jest dwudziestowieczna myśl niemiecka⁶⁴ krytykowana coraz częściej w nowszej literaturze⁶⁵.

⁶¹ Z. Radwański, *SPP*, t. II wyd. II, s. 265.

⁶² *Ibidem*.

⁶³ Wyrok Sądu Najwyższego – Izba Cywilna z dnia 11 sierpnia 2011 r. I CSK 605/10, LEX nr 1096030

⁶⁴ *Vide* P. Adler, *Realcontract und Vorvertrag, Jahrbuch für die Dogmatik des heut. Rom. und deutschen Privatrechts*, Iherings Jahrbücher 1903, t. XXXV, s. 1-96, cyt. za M. J. Golecki, *Charakter...*, s. 541.

⁶⁵ M. Gutowski, *Umowa...*, s. 200 – 209; M. Gutowski, *Kilka uwag...*, s. 93-100.

Podstawą tego nurtu jest twierdzenie von Einem, że *możliwe jest takie ukształtowanie opcji, by uzależnić skuteczność zawartej już umowy głównej od zaistnienia warunku – wykonania prawa z opcji. Taka umowa główna – o ukształtowanej już treści – zawarta jest wówczas pod warunkiem zawieszającym*⁶⁶. Umowa opcji nie byłaby więc odrębną instytucją prawa cywilnego, a opcja stanowiłaby zwyczajnie możliwość dokonania wyboru, czy złożyć oświadczenie woli, które równoznaczne byłoby ze spełnieniem się warunku zawieszającego.

Na gruncie polskim ponownie wspomnieć można R. Longchamps de Berier. Jako jedną z form opcji uznawał on gotową umowę, zawartą *pod warunkiem, że jedna strona oświadczy w ciągu oznaczonego czasu, że chce z umowy korzystać* [...] ⁶⁷. Zdaniem F. Zolla opcją jest konstrukcja, w której strony zawierają umowę, ale jedna z nich zobowiązuje się pod warunkiem, że złoży dodatkowe oświadczenie woli w dodatkowym terminie⁶⁸. Głównym obecnie zwolennikiem poglądu przyznającego opcji status umowy zawartej pod warunkiem zawieszającym jest M. J. Golecki⁶⁹.

Kwalifikacja opcji, jako umowy zawartej pod warunkiem jest koncepcją prezentowaną nie tylko w polskiej literaturze. Nauka angielska zwraca uwagę, że istniejąca w systemie *common law* opcja nabycia nieruchomości powoduje powstanie skutku rzeczowego, mianowicie jest podstawą wpisania prawa bezwzględne do *Land Register*, odpowiednika polskich ksiąg wieczystych. Oznacza to obciążenie nieruchomości prawem osoby trzeciej. M. J. Golecki podnosi, że *fakt występowania tak istotnych skutków [...] skłania do tego, by wykonanie opcji wiązać raczej z pojęciem skuteczności wcześniej zawartej umowy definitywnej* [...] ⁷⁰.

⁶⁶ H. v. Einem, *Die Rechtsnatur der Option*, s. 82 i n. cyt. za M. Gutowski, *Umowa...*, s. 201.

⁶⁷ *Ibidem*.

⁶⁸ F. Zoll, *Zobowiązania w zarysie*, s. 78.

⁶⁹ M. J. Golecki, *Charakter prawny opcji w polskim prawie cywilnym. Uwagi na tle nowelizacji przepisów kodeksu cywilnego dotyczących ofertowego trybu zawierania umów*, Palestra 2006/7-8, s. 9-20. Autor cytuje wypowiedź Longchamps: *Kodeks zobowiązań poszedł wzorem kodeksu cywilnego austriackiego i projektu francusko – włoskiego uznając, że instytucja umów przedwstępnych w postaci najrozmaitszych opcji, promes itp. jest bardzo rozpowszechniona i powinna być uregulowana w sposób, czyniący z jednej strony zadość wymaganiom bezpieczeństwa obrotu i zasadzie pacta sunt servanda, z drugiej jednak strony pogładowi, że moc wiążąca umowy przedwstępnej nie może być tak silna, bo inaczej wystarczałaby konstrukcja umowy stanowczej z późniejszym terminem jej wykonania, a przy opcjach jednostronnie wiążących bądź konstrukcja umowy stanowczej, zawartej pod warunkiem, zależnym od woli uprawnionego, bądź konstrukcja oferty z dłuższym terminem wiązania. Z motywów Komisji Kodyfikacyjnej do ostatecznego tekstu kodeksu zobowiązań w opr. R. Longchamps, cyt. za J. Korzonek, I Rosenblüth, *Kodeks zobowiązań. Komentarz*, Kraków 1936, wyd. 2 s. 161.*

⁷⁰ M. J. Golecki, *Charakter...*, s. 550.

M. J. Golecki przytacza również tezę, że *na gruncie angielskiego prawa spółek kapitałowych nabycie uprawnień z tytułu opcji [zakupu akcji] traktuje się w taki sposób, jak gdyby optujący nabył w rzeczywistości prawa akcyjne już w momencie nabycia opcji call*, co w rozumieniu tego autora popiera tezę o warunkowym charakterze opcji⁷¹.

Zdaniem omawianego autora nowelizacja k.c. z 2003 roku wyklucza dalsze posługiwanie się ofertą w konstrukcji opcji. Art. 66² w nowym brzmieniu wprowadza bowiem możliwość złożenia między przedsiębiorcami oferty o charakterze niewiążącym. Umowa opcji, jako umowa o wystawienie wiążącej oferty straciła więc rację bytu⁷². Skłania się on więc ku koncepcji umowy zawartej pod warunkiem zawieszającym. W tym stanie rzeczy strony zawierają jedną zaledwie umowę, która do czasu spełnienia się warunku potestatywnego w postaci złożenia oświadczenia woli przez uprawnionego, nie wywołuje żadnych skutków prawnych⁷³. Umowa zostaje więc zawarta pod warunkiem potestatywnym *si voluero*, a więc takim, który jest całkowicie zależny od woli strony.

Jako zalety tej konstrukcji M. J. Golecki wymienia, że *wraz z zawarciem umowy opcyjnej w pełni i w sposób ostateczny zostaje określona treść umowy definitywnej oraz optującemu zostaje przyznane prawo kształtujące do decydowania o skuteczności umowy definitywnej*⁷⁴. Koncepcja umowy opcji, jako umowy warunkowej została poparta również przez M. Pazdana⁷⁵.

3.3. Krytyka kwalifikacji opcji jako umowy warunkowej

Wypowiedź M. J. Goleckiego, sugerująca poszukiwanie charakteru umowy opcji w umowie głównej zawartej pod warunkiem potestatywnym *si voluero* spotkała się z ostrą krytyką. Większa część autorów odrzucała już wcześniej ten punkt widzenia opcji ze względów zarówno konstrukcyjnych, jak i celowościowych. L. Sobolewski uznał, że *trudno uważać umowę opcyjną za umowę kupna – sprzedaży [...] zawartą pod warunkiem zawieszającym, przede wszystkim z uwa-*

⁷¹ *Ibidem* s. 552.

⁷² Jest to wniosek o tyle nieuzasadniony, że po pierwsze kodeks cywilny posługuje się sformułowaniem „odwołanie oferty”. Nie należy jednak mylić pojęć oferty niewiążącej i nieodwołalnej. Po drugie, oczywiste jest, że do opcji, zastosowanie może mieć, jeśli w ogóle, tylko oferta nieodwołalna, a możliwość więc składania również ofert odwołalnych nie burzy ewentualnej konstrukcji, gdyż nie ma do niej zastosowania, o czym pisze M. Gutowski, *Kilka uwag...*, s. 93-100.

⁷³ M. J. Golecki, *Charakter prawny...*, s. 9 – 20.

⁷⁴ M. J. Golecki, *Charakter prawny opcji w polskim prawie cywilnym. Uwagi...*, s. 14.

⁷⁵ M. Pazdan, *K. C. Komentarz*, (red.) K. Pietrzykowski, t. I, s. 444.

*gi na wynikającą z typowego kontraktu niezaliczalność kwoty premii na poczet ceny w odniesieniu do opcji kupna i niemożność takiego zaliczenia przy opcjach sprzedaży*⁷⁶.

Autor ten dopuszcza z teoretycznego punktu widzenia kwalifikację premii jako zadatku *mimo jej niezaliczenia na poczet ceny lub rozliczenia finansowego, ponieważ mocą dyspozycji stron mogłaby stanowić znak zawarcia umowy*⁷⁷, co najbardziej zbliżone byłoby do starogreckiej *arrha*.⁷⁸ Z praktycznego punktu widzenia L. Sobolewski dopuszcza uznanie premii za *wynagrodzenie za wpisanie do treści umowy warunku zawieszającego* potestatywnego. Dopiero w takim ujęciu premia spełniałaby swoją funkcję, jaką jest cena prawa opcyjnego⁷⁹. L. Sobolewski podkreśla jednak, że konstrukcja ta zawodzi przy opcjach rozliczeniowych, co powinno ją dyskwalifikować, jako zaburzającą czystość konstrukcji opcji.

Również M. Romanowski podnosi szereg argumentów uzasadniających odrzucenie kwalifikacji opcji jako warunkowej umowy sprzedaży. Według tego autora różny jest cel i istota tych umów. Sprzedaż ma doprowadzić do wymiany *pieniądz za dobro*, a umowa opcji służy stworzeniu stanu, w którym uprawniony będzie mógł dochodzić zawarcia określonej wcześniej umowy, co związane jest z prawidłową wyceną instrumentu bazowego przez jedną ze stron. Autor ten pisze dalej, że *w kontrakcie opcyjnym nie jest możliwe wyróżnienie ceny sprzedaży, która stanowi essentialia negotii umowy sprzedaży. W szczególności jako ceny nie można zakwalifikować premii opcji*⁸⁰. Różne są również skutki niezrealizowania prawa przez opcjobiorcę widziane w pryzmacie celu gospodarczego tych umów. Należałoby bowiem przyjąć, że umowa warunkowa nie została zrealizowana. Umowa opcji natomiast spełniła w takiej sytuacji swój cel gospodarczy – przyniosła zysk wystawcy opcji, a po stronie nabywcy stworzyła czasowe uprawnienie, z którego nie skorzystał⁸¹.

A. Chłopecki jest przeciwny nie tylko koncepcji sprzedaży warunkowej, ale nawet sprzedaży pozbawionej tego zastrzeżenia, co podyktowane jest „analizą treści” umowy opcji, w której *nabywca opcji płaci zbywcy wynagrodzenie za jego zobowiązanie się do ewentualnego zawarcia kontraktu*. Wynagrodzenie to nie jest ceną ani jej częścią. Autor ten podkreśla, że jest to szczególnie wyraźne w opcji sprzedaży, czyli *tam, gdzie wystawca opcji zobowiązuje się do odkupienia od nabywcy (po określonej cenie) wartości bazowych*. Również koncepcja opcji,

⁷⁶ L. Sobolewski, *Umowa...*, s. 7.

⁷⁷ *Ibidem*.

⁷⁸ M. J. Golecki, *Grecka geneza...*, s. 149 i n.

⁷⁹ L. Sobolewski, *op. cit.*, s. 7.

⁸⁰ M. Romanowski, *Charakter...*, s. 30 – 32. Z poglądem autora można chyba jednak polemizować.

⁸¹ *Ibidem*.

jako umowy sprzedaży zawieranej pod warunkiem rozwiązującym spotkała się ze słuszną krytyką, opartą głównie na roli oświadczenia woli opcjobjorcy w wykonaniu, a w tym wypadku niewykonaniu opcji⁸².

Krytykę tego poglądu przeprowadził też M. Gutowski wskazując między innymi, że jeśli przyjąć, że premia ma charakter zapłaty za wpisanie do umowy warunku, to w zakresie skuteczności zapłaty premii umowa ta nie będzie warunkowa, a ściślej rzecz ujmując część z jej postanowień będzie skuteczna, mimo że warunek się nie ziścił. Autor ten twierdzi, że polskie prawo nie zna natomiast umów częściowo warunkowych⁸³. Ten akurat argument można zakwestionować podnosząc, że strony zawierają dwie umowy, definitywną oraz zawieszającą skuteczność definitywnej, choć takie rozwiązanie wydaje się sztuczne.

Podstawowym argumentem jest jednak niemożliwość uznania złożenia przez opcjobjorcę oświadczenia woli za spełnienie warunku potestatywnego. Element uprawnienia opcjobjorcy do wykonania opcji ma charakter wewnętrzny względem całej umowy, stanowi jej element charakterystyczny, bez którego opcja nie mogłaby istnieć. Nie można go zatem uznać za warunek, który ma charakter zewnętrzny, czyli taki, który w przypadku nie zastrzeżenia nie powoduje skutków negatywnych w ocenie ważności umowy. Warunek potestatywny *si voluero*, czyli zależny całkowicie od woli uprawnionego, rozumiany tak szeroko doprowadziłby do uznania każdej umowy, która kreuje uprawnienie kształtujące, za umowę warunkową w rozumieniu kodeksu cywilnego. Czym bowiem z praktycznego punktu widzenia różniłoby się spełnienie warunku polegające na złożeniu oświadczenia woli od złożenia prawnokształtującego oświadczenia woli? Przecież złożenie prawnokształtującego oświadczenia woli jest również zdarzeniem przyszłym i niepewnym. Takie wnioski wydają się niedopuszczalne, gdyż sprzeciwiają się istocie instytucji⁸⁴.

Wyżej wspomniano już o wątpliwościach, jakie rodzi samo zagadnienie dopuszczalności zastrzegania warunku potestatywnego *si voluero*. Wątpliwości te są szczególnie mocne w przypadku umów wzajemnych⁸⁵, do jakich zalicza się umowa opcji. B. Giesen stoi nawet stanowisku, że uzasadnione są wątpliwości, czy w ogóle doszło do zawarcia umowy obciążonej warunkiem, który uzależnia jej skuteczność od *samowoli stron*⁸⁶. Autorka ta odróżnia sytuacje, w których warunek potestatywny jest uzależniony od woli uprawnionego (kiedy dopuszcza jego zastrzeżenie) oraz zobowiązanego (kiedy to za warunkową uznaje wtedy już

⁸² A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe...*, s. 144 – 146.

⁸³ Odmienne A. Wolter i in., *op. cit.*, s. 324.

⁸⁴ M. Gutowski, *Kilka uwag...*, s. 93 – 100.

⁸⁵ B. Giesen, *op. cit.*, s. 939 i n.

⁸⁶ *Ibidem*.

nie tyle samą umowę, co wolę jej wykonania)⁸⁷. Stanowisko takie podziela A. Janiak uznając, że w razie posłużenia się taką konstrukcją [...] czynność prawna w ogóle nie dochodzi do skutku, skoro kandydat na zobowiązanego jeszcze nie podjął wiążącej decyzji o zaciągnięciu zobowiązania⁸⁸. Jest to pogląd tradycyjny, opierający się *nota bene* na poglądzie R. Longchamps de Berier, że *zasadą jest, że warunek nigdy nie może zależeć wyłącznie od woli zobowiązanego pod warunkiem, bo wtedy nie byłoby żadnego zobowiązania*⁸⁹.

Na uwagę zasługuje z pewnością stanowisko Sądu Najwyższego, zgodnie z którym *jeżeli powstanie lub ustanie skutków czynności prawnej uzależnione jest wyłącznie od woli stron, to takie zastrzeżenie jako objęte treścią czynności prawnej, nie może być kwalifikowane jako warunek w rozumieniu art. 89 k.c.*⁹⁰. Uzasadnienie tego wyroku budzi jednak poważne wątpliwości, bowiem Sąd Najwyższy uznał, że *przez warunek rozumie się przecież zawarte w treści czynności prawnej zastrzeżenie, które uzależnia powstanie lub ustanie skutku prawnego od zdarzenia przyszłego i niepewnego. Jeżeli ziszczenie się zdarzenia przyszłego zależy od woli stron, mówi się o warunku potestatywnym. Taki warunek jest w ogóle dopuszczalny np. gdy od decyzji jednej lub obu stron zależy spełnienie się warunku (zawarcie związku małżeńskiego, wybór zawodu, itp.) a sytuację taką należy odróżnić od od zastrzeżenia, które uzależnia skutek czynności prawnej od tego, czy strona skorzysta z uprawnienia lub zechce zobowiązanie wykonać. Przyznam, że ten, kluczowy, fragment uzasadnienia wydaje mi się dość nieprecyzyjny, bowiem dopuszczenie możliwości uzależnienia ziszczenia warunku od woli stron jest sprzeczne z wykluczeniem możliwości zastrzeżenia uzależniającego skutek czynności prawnej od woli stron. Skoro bowiem skutek czynności prawnej może być uzależniony od ziszczenia się warunku zależnego od woli stron, to oznacza, że skutek tej czynności będzie od tejże woli również zależny.*

Obecnie podnosi się w piśmiennictwie dopuszczalność zastrzeganie warunków postestatywnych *sensu stricto*, to znaczy takich, na których ziszczenie się strona ma wpływ, jednakże pozostają one jednak w sferze wobec niej zewnętrznej. Pogląd przeciwny byłby poglądem *contra legem* w świetle art. 93 k.c., który ewidentnie odnosi się do sytuacji, w których strona wpłynęła na ziszczenie się lub nieziszczenie warunku, co nie czyni jego zastrzeżenia nieważnym⁹¹.

⁸⁷ *Ibidem*.

⁸⁸ A. Janiak, *op. cit.*, s. 538

⁸⁹ R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania*, s. 103; tak też: S. Szer, *Prawo cywilne. Część ogólna*, Warszawa 1967, s. 351 i n.

⁹⁰ Postanowienie Sądu Najwyższego – Izba Cywilna z dnia 5 marca 1999 roku w sprawie I CKN 1069/98, OSNC 1999/9/160, Biul.SN 1999/6/10.

⁹¹ A. Janiak, *op. cit.*, s. 540.

Zwrócić należy jednak uwagę, że powyższe uwagi zostały w przeważającej mierze odniesione do umów niewzajemnych. Mowa bowiem w nich wyrażenie o spełnieniu warunku przez zobowiązanego albo uprawnionego, różnicując skutki tych sytuacji. Jednakże w umowie wzajemnej obie strony są względem siebie uprawnione i jednocześnie zobowiązane. Wydaje się, że w umowach wzajemnych wspomniany podział konsekwencji zastrzeżenia warunku *si voluero* nie zajdzie.

Podsumowując, kwestia dopuszczalności zastrzeżenia warunku *si voluero* w prawie polskim pozostaje nadal kwestią otwartą. Wydaje się, że nie ma przeszkód, aby warunek taki ostrożnie dopuścić w świetle zasady swobody umów. Nie zachodzi bowiem żadna z trzech przesłanek negatywnych, o których mowa w art. 353¹ k.c. Uwaga ta ma jednak zastosowanie jedynie do umowy opcji.

Wydaje się, że w świetle pozostałych z powyższych argumentów kwalifikację umowy opcji jako umowy sprzedaży zawartej pod warunkiem zawieszającym uznać należy nie tylko za niecelową, ale i pozbawioną podstaw prawnych.

4. Podsumowanie

Powyższe rozważania pozwalają na przyjęcie wniosku, że umowa opcji ma charakter samodzielny i nie da się zakwalifikować jako jedną z istniejących już instytucji prawa cywilnego.

Niewątpliwie najwięcej łączy umowę opcji z umową przedwstępną. Istnieją jednak zasadnicze różnice konstrukcyjne i celowościowe uniemożliwiające postawienie między nimi znaku równości. Do najważniejszych należą występowanie premii opcyjnej, dla której nie ma miejsca w umowie przedwstępnej oraz inny zamiar stron obu umów.

Podobnie nie da się utrzymać teza umowy opcji jako oferty. Abstrahując już od zupełnie innej funkcji obu instytucji, jaką jest zawarcie umowy w ofercie i przyznanie roszczenia o zawarcie innej umowy jednej stronie umowy opcji, różna jest też ich konstrukcja prawna. Oferta jest oświadczeniem woli (jednostronną czynnością prawną), która zmierza do zawarcia umowy (cel oferenta), co stanie się po jej przyjęciu przez oblata. Opcja jest natomiast istniejącym już stosunkiem umownym, który rodzi prawo o decydowaniu przyszłości o zawarciu innej umowy (również wbrew późniejszej woli opcjodawcy) w zamian za wynagrodzenie.

Wykazano również, że nietrafny jest pogląd interpretujący umowę opcji jako umowę zawartą pod warunkiem. Z jednej strony dyskusyjna jest w ogóle dopuszczalność stosowania w umowach warunku potestatywnego. Z drugiej strony

konstrukcja ta ciągle nie pozwala na wytłumaczenie racji bytu premii opcyjnej w szczególności w przypadku niewykonania prawa opcyjnego (tj. w tym ujęciu nieziszczeniu się warunku).

Ze względu na przyjęte ramy niniejszej pracy nie odniesiono się do innych instytucji, do których umowa opcji jest czasem porównywana, ale które są jej jeszcze dalsze niż wyżej przedstawione. Z tego względu pominięto między innymi umowę sprzedaży z prawem odstąpienia oraz z prawem pierwokupu i odkupu. Wydaje się, że kwestie te zostały wystarczająco rozstrzygnięte w dotychczasowym piśmiennictwie i nie wymagają już komentarza⁹².

⁹² M. in. M. Gutowski, *Umowa...*, s. 141 i n.; M. Romanowski, *Charakter...*, s. 31 i in.

ROZDZIAŁ IX

PROBLEM LOSOWEGO CHARAKTERU UMOWY OPCJI

1. Losowy charakter umów

Bez względu na to, którą z wyżej przedstawionych konstrukcji umowy opcji uzna się za właściwą, łączy je wszystkie podstawowa cecha. Mianowicie, jedna ze stron jest uprawniona do decydowania o powołaniu stosunku prawnego o charakterze umownym, czyli nałożenia pewnych praw i obowiązków tak na siebie, jak i na drugą stronę – w zakresie zawarcia umowy (koncepcja roszczenia) lub tylko jej wykonania (koncepcja prawa podmiotowego kształtującego)¹. Fakt, że zawarcie umowy zależy w gruncie rzeczy od woli jednej ze stron, a tej przewidzieć się nie da, uznano za element niepewności lub wręcz losowości umowy opcji². W związku z tym należy, choćby w największym przybliżeniu, przypomnieć, czym jest umowa losowa, jakie są jej cechy, jakie kryterium pozwala nam zaliczyć dany stosunek prawny do grupy umów o charakterze losowym.

Na wstępie należy zaznaczyć, że losowość jest to cecha przypisywana poszczególnym umowom, tak jak odpłatność, wzajemność. Najczęściej wymienianymi umowami o charakterze losowym, zwanymi również umowami aleatoryjnymi³, są gra i zakład, chociaż nie należy zapominać również o loteriach⁴. Jest to więc kategoria zbiorcza dla pewnych umów o wspólnych cechach. Zwrócić należy uwagę, że gry i zakłady na gruncie prawa polskiego pojawiają się na trzech płaszczyznach. Mogą być one prowadzone na podstawie właściwego zezwolenia, bez takiego zezwolenia, oraz mogą to być gry i zakłady zakazane i nierzetelne.

¹ *Vide* rozdział VI i VII.

² M. in. A. Janiak, *Charakter prawny kontraktów terminowych i opcyjnych nieruchomości*, PPH 2002/9, s. 31 i n.

³ A. Wiśniewski, *Umowy losowe w prawie polskim*, Warszawa 2009, s. 15.

⁴ T. Sokołowski, *K. C. Komentarz*, (red.) A. Kidyba, t. III, s. 351.

Zobowiązania z gier i zakładów prowadzonych na podstawie właściwego zezwolenia są w pełni zaskarżalne. Zobowiązania z gier i zakładów prowadzonych bez tego zezwolenia mają charakter naturalny. Natomiast zobowiązania z gier i zakładów zakazanych i nierzetelnych w świetle prawa nie powstają, a spełnione świadczenie uznawane jest za nienależne w rozumieniu art. 410 k.c.⁵.

Część autorów uważa, że umowa opcji (i konsekwentnie chyba również inne pochodne instrumenty finansowe) jest grą lub zakładem⁶. Polska literatura poświęciła umowom losowym, w tym grze i zakładowi sporo miejsca. Już R. Longchamps de Berier uznał, że gra jest umową, przez którą dwie lub więcej osób dla rozrywki lub zarobku zapewniają jednej lub niektórym z nich oznaczoną korzyść majątkową, zależnie od mniej lub więcej przypadkowego wyniku oznaczonych czynności stron lub osób trzecich albo od innych przyszłych zdarzeń⁷. R. Longchamps de Berier uznał również, że niepewność może przejawiać się w następujących sferach: nie wiadomo, czy któraś ani którakolwiek ze stron otrzyma świadczenie; nie wiadomo, jakie świadczenie otrzyma któraś lub którakolwiek ze stron; jedno ze świadczeń jest pewne, ale jego wysokość jest niewielka, a przeciwstawione mu jest świadczenie o dużo większej wartości, którego spełnienie nie jest jednak pewne⁸.

F. Zoll przez umowy losowe rozumiał te, w których prawa i obowiązki stron zależeć miały w określonej mierze od zdarzenia dla stron niepewnego⁹. Zdaniem W. Czachórskiego umowa ma charakter losowy, gdy według jej treści rozmiar świadczenia, a nawet samo jego istnienie są zależne w mniejszym lub większym stopniu od przypadku, przy czym element niepewności takiej umowy należy do jej istotnej treści¹⁰. Autor ten pisze dalej, że do cech umowy losowej zaliczyć należy również niemożliwość przewidzenia jej wyniku¹¹. Stwierdzenie to w połączeniu z wcześniejszym spotkało się z uzasadnioną krytyką A. Wiśniewskiego, który wskazał, że pozostają one ze sobą w sprzeczności, bowiem z *jednej strony wskazuje on [Czachórski – A. J.], że przypadkowe jest świadczenie będące przedmiotem stosunku zobowiązaniowego, zaś z drugiej strony twierdzi, że przypadkowy jest wynik (rezultat) umowy. W praktyce występuje przecież wiele umów,*

⁵ W. Dubis, K. C. Komentarz, (red.) E. Gniewek, s. 687.

⁶ Np. M. Romanowski, *SPP*, t. IX, s. 608.

⁷ R. Longchamps de Berier, *Zobowiązania*, s. 596.

⁸ R. Longchamps de Berier, *Polskie Prawo cywilne, Tom II Zobowiązania*, Lwów 1939, s. 147.

⁹ F. Zoll, *Zobowiązania w zarysie według polskiego kodeksu zobowiązań*, Warszawa 1945, s. 49.

¹⁰ W. Czachórski, *op. cit.*, s. 134.

¹¹ *Ibidem*, s. 540.

w których rezultat zamierzony przez strony – chociaż został precyzyjnie określony w umowie – jest niepewny nawet wówczas, gdy świadczenia wszystkich stron umowy są precyzyjnie w umowie określone¹².

A. Ohanowicz uznał z kolei, że losową jest umowa, w której rodzaj i rozmiar świadczenia, oraz samo jego istnienie uzależnione jest od przypadku, przez który rozumie zdarzenie, co do którego nie jest pewne czy wystąpi, ani kiedy nastąpi¹³.

Z. Radwański o umowach losowych pisze z kolei, że z ich struktury wynika, że rozmiar, a nawet samo istnienie świadczenia zależą co najmniej w pewnym stopniu od przypadku¹⁴. Co ważne, umowy losowe tym się różnią od umów warunkowych, że warunek jest dodatkowym zastrzeżeniem umownym, bez którego umowa mogłaby przecież istnieć, natomiast element niepewności jest nierozdzielnie związany z umowami losowymi¹⁵.

Zdarzenie, od którego uzależnione jest świadczenie (jego rodzaj lub rozmiar) nazywane jest więc: niepewnym, przypadkowym, a F. Zoll, J. Rajski¹⁶ i A. Brzozowski¹⁷ utożsamiają zdarzenie niepewne ze zdarzeniem losowym, czemu przeciwstawia się z kolei A. Wiśniewski¹⁸. Autor ten wskazuje również, że bez znaczenia jest stopień, w jakim istnienie świadczenia albo jego wielkość uzależnione są od znaczenia niepewnego, bowiem sam fakt istnienia takiej zależności bez względu na jej natężenie daje asumpt do przyjęcia, że umowa, która tak ustanawia przyszłe zobowiązania stron, jest umową losową. Za umowę losową uznaje jednak tylko taką, z której istotnych postanowień wynika, iż świadczenie dla co najmniej jednej ze stron, względnie rozmiar tego świadczenia, uzależnione jest od zdarzenia niepewnego¹⁹.

Wobec normy wyrażonej w art. 413 k.c., kto spełnia świadczenie z gry lub zakładu, nie może żądać zwrotu, chyba że gra lub zakład były zakazane lub nierzetelne. Roszczeń z gry lub zakładu można dochodzić tylko wtedy, gdy gra lub zakład były prowadzone na podstawie zezwolenia właściwego organu państwowego.

¹² A. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 17.

¹³ A. Ohanowicz, *Zobowiązania. Zarys Wykładu kodeksu cywilnego, część ogólna*, Warszawa-Poznań 1965, s. 123.

¹⁴ Z. Radwański, *SPC*, t. III cz. 1, s. 373. Autor zwrócił również uwagę, że o losowość rozważamy w kontekście poszczególniej, analizowanej umowy nawet, jeśli ich masowe zawieranie przez podmiot profesjonalny w skali makro minimalizuje lub nawet wyłącza jakiekolwiek ryzyko po jego stronie.

¹⁵ Z. Radwański, A. Olejniczak. *op. cit.*, s. 124.

¹⁶ J. Rajski, W. Kocot, K. Zaradkiewicz, *Prawo o kontraktach w obrocie gospodarczym*, Warszawa 2002, s. 33.

¹⁷ A. Brzozowski, *SPP*, t. V, s. 414.

¹⁸ A. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 18.

¹⁹ A. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 20.

Zobowiązanie wynikające z gry lub zakładu jest więc niezaskarżalne, ma ono charakter naturalny. Wyjątkiem jest sytuacja, gdy były one prowadzone na podstawie stosownego zezwolenia. Przepis ten odnosi się, co trzeba podkreślić, nie do wszelkich umów o charakterze losowym, ale właśnie do gry i zakładu. Widać więc, że przypisanie opcji charakteru losowego samo w sobie nie pociąga skutku w postaci niezaskarżalności wynikających z niej roszczeń. Skutek taki byłby pochodną uznania kontraktu opcyjnego konkretnie za grę lub zakład, w których zobowiązanie ma charakter naturalny. Uwaga ta dotyczy oczywiście wszelkich innych umów.

2. Proces i konsekwencje przypisania umowie opcji charakteru losowego

Na początku wspomnieć można za M. Gutowskim stare, będące jednym z wcześniejszych przejawów tego toku rozumowania, orzeczenie Sądu Najwyższego stanu Illinois z roku 1837, które uznawało opcję za umowę hazardową, nieważną z mocy prawa, której zawarcie zagrożone było karą grzywny²⁰. Jest to jednak pogląd skrajny, a pokazuje jedynie jak skrajne stanowiska mogą towarzyszyć ocenie tej samej konstrukcji na przestrzeni czasu²¹. Znamienne jest, że również w czasach współczesnych przy okazji kryzysów walutowych dochodzi do zmian w prawie rynku kapitałowego, które nie zawsze idą jednak w dobrą stronę²².

Od 1 maja 1808 roku na terytorium Księstwa Warszawskiego obowiązywał francuski kodeks cywilny, zwany kodeksem Napoleona. Art. 1104 i 1964 kodeksu francuskiego²³, co warte podkreślenia do dzisiaj nie zmienione. Pierwszy z nich stanowi, że *Kontrakt jest zamienny, (a) gdy każda ze stron obowiązkuje się dać albo uczynić rzecz iaką, która jest uważana za wyrównującą temu, co drugie strony dają albo czynią dla niej. Kontrakt losowy (b) nazywa się skoro równo wartość zależy na losie zysku, lub straty, dla każdej strony, podług wypadku niepewnego*²⁴.

²⁰ M. Gutowski, *Umowa...*, s. 15.

²¹ Innym przykładem jest wspomniany już Bernard's Ast of 1733, który całkowicie zakazał zawierania umów opcji, w których widziano, błędnie zresztą, główne źródło kryzysu finansowego, który dotknął Wielką Brytanię na początku XVIII wieku w związku ze spekulacją akcjami Kompanii Mórz Południowych i reformami Johna Lawa.

²² M. Gruszczyński, *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Warszawa 2002, s. 113 i n.

²³ Ciekawą analizę zestawienia tych dwóch przepisów przeprowadził A. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 33 i n.

²⁴ Oba przepisy podane w tłumaczeniu oryginalnym Xawiera Michała Bohusza z 1809 roku – Dekret Fryderyka Augusta z dnia 18 marca 1809 roku. Wersja francuska art. 1104: *Il est commutatif lorsque chacune des parties s'engage à donner ou à faire une chose qui est regardée comme l'équiva-*

Treść drugiego z nich jest natomiast następująca: *Kontrakt na szczęście chybnę, lub trafne, jest umowa wzajemna, której skutki co do zysków i strat, bądź dla stron wszystkich, bądź jednej, lub kilku między nimi, zależy od wypadku niepewnego*²⁵.

Na gruncie prawa polskiego, chronologicznie rzecz ujmując, punktem wyjścia dla uznania umowy opcji, a przynajmniej jednej z jej odmian, nie tylko za umowę losową, ale konkretnie – grę – był art. 611 kodeksu zobowiązań, według którego *za grę uważa się również umowę o dostawę [...] papierów wartościowych, jeżeli według wyraźnej lub domniemanej woli stron rzeczywiste spełnienie wzajemnych świadczeń jest wyłączone, a tylko jedna lub druga strona zobowiązana jest zapłacić różnicę między umówioną ceną sprzedaży a ceną rynkową w czasie wykonania umowy*. Przede wszystkim należy przyznać, że cytowany przepis nie dotyczy bezpośrednio opcji, a jego zastosowanie jest zdecydowanie szersze. Nie stoi to jednak na przeszkodzie w jego wykorzystaniu, gdyż stanowił on ustawową kwalifikację jako gier wszelkich pochodnych instrumentów finansowych o charakterze nierzeczywistym. Z gruntu fałszywe jest twierdzenie, iż zobowiązania z umowy opcji, jako gry prowadzonej bez zezwolenia właściwego organu państwowego, mają, z mocy art. 413 k.c., charakter naturalny i w związku z tym nie mogą być skutecznie dochodzone przed sądem. Pomijając okoliczność, że subsumpcja opcji pod normę art. 413 k.c. jest niepoprawna jurystycznie, to i funkcjonalne motywy takiego zabiegu wydają się wątpliwe. Zaprzeczałoby to bowiem celowi istnienia i funkcjonowania rynku kapitałowego. Trudno sobie przecież wyobrazić jakikolwiek obrót gospodarczy – na rynku kapitałowym bądź poza nim, w którym powstałe zobowiązania nie mają charakteru zupełnego i w związku z tym brak jest możliwości efektywnego korzystania z ochrony sądowej. Nawet gdyby uznać opcje za rodzaj gry albo zakładu, przyjąć należałoby, że prawne regulacje obrotu na rynkach kapitałowych są zezwoleniem na ich prowadzenie, wyrażonym w sposób ogólny i abstrakcyjny, udzielonym nie przez właściwy organ w drodze decyzji administracyjnej, a w sposób uniwersalny, gdyż poprzez szereg aktów rangi ustawowej.

W doktrynie został wyrażony pogląd, będący pokłosiem wspomnianego art. 611 k.z., jakoby odmiennie należało traktować opcje rzeczywiste i nierzeczywiste, co mogłoby być przecież argumentem za utrzymaniem tezy o losowym ich charakterze. Różnić się one mają tym, że opcje rzeczywiste przewidują przeniesienie własności instrumentów bazowych, nierzeczywiste natomiast dają jedynie

lent de ce qu'on lui donne, ou de ce qu'on fait pour elle. Lorsque l'équivalent consiste dans la chance de gain ou de perte pour chacune des parties, d'après un événement incertain, le contrat est aléatoire.

²⁵ Art. 1964: *Le contrat aléatoire est une convention réciproque dont les effets, quant aux avantages et aux pertes, soit pour toutes les parties, soit pour l'une ou plusieurs d'entre elles, dépendent d'un événement incertain.*

prawo uzyskania świadczenia pieniężnego w wysokości różnicy między wyceną instrumentu bazowego z chwili wykonania opcji a ceną przewidzianą w umowie, pomnożonej przez ilość instrumentów bazowych, na które kontrakt ten opiewał. Analizując problem losowości opcji, K. Kaczanowski i G. Wiaderek napisali, że *co do opcji rzeczywistych istnieje pogląd, że elementy zobowiązania są ściśle określone, a element losowy ogranicza się jedynie do sfery „motywacji uprawnionego z opcji”*. *Podzielamy to stanowisko [A. Chłopeckiego – A. J.]. W przypadku opcji nierzeczywistych świadczenie emitenta opcji jest natomiast uzależnione od zdarzenia losowego (wysokość kursu wartości bazowych). Uzyskanie korzyści przez jedną ze stron uzależnione jest zatem od zdarzenia losowego. Fakt ten pozwala uznać umowę opcji nierzeczywistej za umowę zakładu (ewentualnie gry), a co za tym idzie, roszczenia z niej wynikające – za niezaskarżalne*²⁶.

Ten tok rozumowania należy zdecydowanie odrzucić. Po pierwsze, dlatego, że byłby to zakład prowadzony na podstawie odpowiedniego zezwolenia, o czym mowa będzie niżej, więc zobowiązania z niego wynikające nie miałyby charakteru naturalnego. Po drugie, odmienna kwalifikacja opcji rzeczywistych i nierzeczywistych wynikać może tylko z mylnego rozróżnienia ich funkcji. Nietrafne jest bowiem twierdzenie, że jedna ma charakter losowy a druga nie²⁷, gdyż nie różnią się one w żadnej mierze w zakresie przesłanek powstania zobowiązania oraz jego wysokości. Dyskusji poddać można pogląd, że obie są umowami losowymi lub też nie, lecz nie sposób przyjąć, że mają one odmienny charakter. Obie zostaną wykonane na skutek złożenia oświadczenia woli przez uprawnionego. Oświadczenie takie będzie ekonomicznie zasadne, gdy przyniesie zysk a z kolei to uzależnione będzie w obu przypadkach od wartości instrumentów bazowych. Jedyną różnicą między opcjami rzeczywistymi i nierzeczywistymi jest sposób spełnienia świadczenia, ale nie jego charakter – analizowany oczywiście tylko pod względem losowości, gdyż dychotomia między zobowiązaniem pieniężnym a niepieniężnym nie ma tutaj znaczenia. Tak więc przyjęcie, że w obecnym stanie prawnym nie da się utrzymać koncepcji opcji nierzeczywistej, jako umowy gry lub zakładu, pociąga za sobą prosty wniosek, że nie sposób tego uczynić również, a może tym bardziej, w stosunku do opcji rzeczywistych. Podobnego zdania jest A. Powierża, który stwierdza, że *odrębne klasyfikowanie transakcji terminowej z dostawą rzeczywistą i z rozliczeniem pieniężnym prowadzi do trudnej do zaakceptowania sytuacji, kiedy umowy pełniące identyczną funkcję gospodarczą są charakteryzowane w inny sposób*²⁸.

²⁶ K. Kaczanowski, G. Wiaderek, *Przenoszenie...*, s. 2.

²⁷ Podobnie M. Romanowski, *Charakter...*, s. 33.

²⁸ A. Powierża, *op. cit.*, s. 43.

Opcje zostały uznane za umowy zakładu również przez M. Romanowskiego, który uznał, że kontrakt opcyjny jest umową losową, a jego istota najbliższa jest umowie zakładu. Autor ten uznał dalej, że umowa opcji jest *sui generis* zakładem, w którym strony podejmują decyzję o zawiązaniu stosunku umownego, gdyż przewidują, że oczekiwania drugiej strony co do ceny instrumentu pierwotnego są nietrafne. Czytamy dalej, że kontrakt opcyjny to umowa, w której strony przyrzekają korzyść majątkową dla tej z nich, której twierdzenie co do przyszłej ceny okaże się prawdziwe²⁹. Regulacje publicznego obrotu papierami wartościowymi nie pozwalały oczywiście na przypisanie tym zobowiązaniom naturalnego, a więc niezaskarżalnego charakteru, o czym mowa w 413 k.c. Omawiane stanowisko jest o wiele mniej drastyczne od poprzedniego, gdyż nie przewiduje rozbicia opcji rzeczywistych i nierzeczywistych, traktując je jednolicie.

Uznanie losowego charakteru umowy opcji miałyby poważne konsekwencje poza rynkami kapitałowymi, czyli w sferze kontraktowej powszechnych reguł prawa cywilnego. M. Romanowski, nie uznając tożsamości konstrukcji opcyjnego instrumentu finansowego z opcjami występującymi poza rynkami kapitałowymi nie musiał rozwiązywać tego problemu. Inni autorzy, nie przeprowadzając tego rozróżnienia, uznać powinni konsekwentnie, że opcje leasingowe, menedżerskie, opcje zakupu nieruchomości są jednak grammi lub zakładami. Omówienie tego problemu znajdzie się niżej.

Przeciwko utożsamianiu opcji z zakładem słusznie wystąpił między innymi A. Chłopecki, podnosząc, że *opcja nie ma podstawowej cechy zakładów i gier losowych, to znaczy, że żadna ze stron nie otrzymuje wygranej pieniężnej lub rzeczowej, opcja nie jest grą liczbową, fantową etc., nie mieści się zatem również w hipotezach art. 2 ust. 1 pkt 1-8 ustawy [o grach i zakładach wzajemnych – A. J.], opcja nie jest umową, w wyniku której jedna ze stron otrzymuje wygraną, której wysokość nie zależy od łącznej kwoty stawek (totalizator) ani od stosunku wpłaty do wygranej (bukmacherstwo)*. Zdaniem tego autora należy odrzucić również próby postrzegania opcji jako umowy zakładu ze względu na całkowity brak losowości w jej konstrukcji. *Element losowy występuje jedynie w motywacji uprawnionego i w sferze ekonomicznej opłacalności kontraktu*. Jego zdaniem element losowy nie ma również wpływu na wysokość świadczenia, uzależnioną przecież od wartości przedmiotu bazowego³⁰.

Przychylając się co do zasady do wniosku A. Chłopeckiego podnieść można pewne wątpliwości co do samego jego uzasadnienia. Już art. 66 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi wyłączał bowiem stosowanie ustawy z dnia 29.07.1992 r. o grach losowych i zakładach wzajemnych w stosunku

²⁹ M. Romanowski, *op. cit.*, s. 33.

³⁰ A. Chłopecki, *Opcje...*, Głosa 1999/7, s. 2; tak również M. Gutowski, *Umowa...*, s. 214.

do opcji³¹, więc udowadnianie, że opcje nie należą (nie należały) do zakresu przedmiotowego tej ustawy jest zbędne. Art. 19 ust. 2 obecnie obowiązującej ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, zawiera zresztą tożsamą regulację. A. Chłopecki przeprowadził bardzo ciekawą wykładnię funkcjonalną tego wyłączenia, stwierdzając, że zakaz stosowania ustawy oznacza, że prawa pochodne są gramami i zakładami, ale prowadzonymi na podstawie zezwolenia Ministra Finansów. Wydaje się jednak, że intencja ustawodawcy była inna. Chciał on przeciąć wszelkie spekulacje dotyczące losowego charakteru opcji, choć, jak stwierdza A. Chłopecki, uczynił to niefortunnie³².

Zamykając kwestię zasadności poglądu o uznaniu opcji za grę lub zakład, stwierdzić można, że o losowym charakterze umowy raczej nie powinno decydować niedookreślenie jej warunków, gdyż umowa gry lub zakładu może być przecież niezwykle precyzyjnie sformułowana, lecz przypadek jako główny czynnik determinujący powstanie i wysokość zobowiązania.

3. Niepewność w poszczególnych elementach stosunku opcyjnego

W celu przeprowadzenia próby uchwycenia pierwiastka losowego w stosunku opcyjnym, zasadne jest rozbicie na czynniki pierwsze konstrukcji opcji w celu zaprezentowania, które z nich uznać można za przejawiające niepewność w stopniu wystarczającym do uznania jej za losową bądź też, idąc jeszcze dalej, za umowę gry lub zakładu. Przypomnieć w tym miejscu należy, iż za losowy uznawany bywa cały stosunek opcyjny, a nie tylko tworząca go umowa opcji. Na stosunek ten składają się umowa opcji oraz tworzone przez nią prawo podmiotowe kształtujące, jak i przyszła umowa główna, zawarta poprzez wykonanie tego prawa. Z niepewnością mamy więc do czynienia w kilku płaszczyznach, co wyraża się w następujących pytaniach:

- 1) czy sytuacja rynkowa sprzyjać będzie skorzystaniu z opcji?
- 2) czy uprawniony skorzysta z opcji?
- 3) jaki będzie rozmiar świadczenia?³³

³¹ Takie samo wyłączenie odnoszące się również do gry i zakładu w rozumieniu k.c. znajduje się w obecnie obowiązującej u.o.i.f.

³² A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe...*, s. 55.

³³ Pomijam z oczywistych względów kwestie związane z niepewnością co do wykonania świadczeń stron. Nie ma to przecież żadnego wpływu na ewentualne przypisanie umowie opcji losowej tak samo, jak niepewność co do tego, czy kupujący zapłaci sprzedawcy cenę za rzecz sprzedaną nie może być przyczyną uznania umowy sprzedaży za umowę losową. Pytania pierwsze i drugie dotyczą samego powstania przyszłej umowy, a pytanie trzecie – wielkości ewentualnego świadczenia.

Odpowiedź na pierwsze z postawionych wyżej pytań nie jest prosta. Rozstrzygnięciem zagadnienia byłaby jednoznaczna pozytywna odpowiedź na pytanie, czy możliwe jest precyzyjne przewidzenie wartości instrumentów bazowych w określonym czasie. Przynajmniej od 60 lat trwa w ekonomii spór na ten temat, wiadomo tylko, że nawet jeżeli jest to możliwe, nikomu się jeszcze ta sztuka nie udała. L. von Mises stwierdził, że *niepewność przyszłości zawiera się w samym pojęciu działania*³⁴ oraz że *każde działanie odnosi się do nieznaney przyszłości i w tym sensie opiera się na obarczonych ryzykiem domysłach*³⁵. Również K. R. Popper udowodnił, że wszelkie twierdzenia o przyszłych faktach nie mają podstaw naukowych³⁶. Odpowiedź negatywna na postawione wyżej pytanie, najbardziej prawdopodobna, nie przesądza jeszcze o konieczności przyznania pochodnym instrumentom finansowym losowego charakteru.

Przed wszystkim nie należy mylić trudności przewidzenia sytuacji rynkowej, jako przejawu niepewności, z losowością rozumianą w kategoriach prawdopodobieństwa. Nie sposób uznać, że wyceny różnych walorów, jak akcje, waluty albo surowce, są wynikiem czystego przypadku. Przykładowo, instrumentem bazowym dla opcji nierzeczywistej mogą być stopy procentowe, a konkretnie ich poziom. Ten z kolei uzależniony jest od decyzji Rady Polityki Pieniężnej o pozostawieniu bez zmian, podwyższeniu lub obniżeniu stopy procentowej, która zdeterminowana jest przeciw racjonalnymi przesłankami ekonomicznymi a nie wynikiem losowania, na przykład przez rzut monetą. Obejmując szerszą perspektywę, uznać należy, że niepewność co do poziomu indeksów i cen, czyli ryzyko jest immanentną i najbardziej chyba charakterystyczną cechą działalności gospodarczej.

Jak słusznie zauważył K. Janasz *ryzyko jest obecne we wszystkich dziedzinach działalności człowieka wówczas, gdy nie jest on w stanie kontrolować albo dokładnie przewidzieć przyszłości*³⁷. Pojęcia ryzyko i niepewność są nawet często ze sobą utożsamiane³⁸. Dane przedsięwzięcie może się powieść lub nie, ale nie przypisujemy, przykładowo działalności deweloperskiej przymiotu losowego, mimo iż zyski lub straty uzależnione są od cen, po jakich dane nieruchomości zostaną sprzedane oraz od cen surowców, materiałów, dostępności kredytu, uzależnionej od sytuacji finansowej banków itp. Uznanie losowości opcji z powodu nieprzewidywalności poziomu wyceny instrumentów bazowych pociągałoby więc za sobą konieczność uznania wszelkiej działalności gospodarczej za losową,

³⁴ L. von Mises, *Ludzkie działanie...*, s. 90.

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ K. R. Popper, *Nędra historycyzmu*, Warszawa 1999, s. 24-25.

³⁷ K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w gospodarce – wybrane aspekty teoretyczne*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego 2009/14 s. 87.

³⁸ D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Warszawa 1998, s. 13.

z czym nie można się zgodzić. Wyceny akcji nie zależą przecież, podobnie jak ceny nieruchomości, od przypadku, ale od szeregu czynników ekonomicznych, psychologicznych i politycznych, których liczba utrudnia precyzyjne planowanie, ale nie czyni go niemożliwym, a już tym bardziej nie jest „strzelaniem na chybił-trafił”. Opcje³⁹ występują również poza rynkami kapitałowymi, więc element niepewności, lecz nie – losowości, odgrywa istotną rolę także w opcjach menedżerskich, sprzedaży nieruchomości itd., w których instynktownie nawet nie doszukujemy się cechy losowości.

Na uwagę zasługuje podsumowanie rozważań dotyczących losowego charakteru opcji giełdowych, dokonane przez K. Zacharzewskiego. Autor ten ten uznał, że *czynnik losowy w kontraktowaniu giełdowym nie dotyczy powstania obowiązku spełnienia świadczenia [...], lecz gospodarczych skutków zawarcia takiej umowy. Aspekt losowy wiąże się z ujemnymi konsekwencjami (gospodarczym ryzykiem) niepomysłnego – ewentualnie – prowadzenia spraw giełdowych (strata)*⁴⁰. Rozumieć to należy, moim zdaniem, jako niepewność co do powodzenia przedsięwzięcia gospodarczego, jakim jest nabycie lub zbycie instrumentu finansowego, w tym przypadku – opcji. Czynnik losowy jest tu ujęty nie jako przypadek, o czym świadczyć może sformułowanie *prowadzenie spraw giełdowych*. Uwaga tego autora znajduje oczywiście zastosowanie również na gruncie umów zawieranych poza rynkiem kapitałowym. Tego samego zdania jest M. Gutowski, który uznał, że *element opłacalności gospodarczej stanowi jeden z istotniejszych czynników wpływających na decyzję nie tylko opcjebiorcy, ale strony każdego kontraktu, w którym występuje uprawnienie jednej ze stron*⁴¹.

Idąc dalej, należy pochylić się nad drugim z zadanych pytań, czy uprawniony skorzysta z prawa opcji. To zagadnienie jest w większej części pochodną pierwszego. Każda umowa jest zawierana wtedy, gdy jest to korzystne dla stron. Co więcej, każda strona uważa, że świadczenie, które otrzymuje w zamian jest warte, przynajmniej dla niej, więcej, niż spełniane przez nią. Właśnie ta subiektywnie pojmowana różnica jest bodźcem wszelkiej wymiany. W normalnym trybie czynności uprawniony z opcji skorzysta z niej, gdy ceny lub poziomy indeksów (albo wszelkich innych możliwych instrumentów bazowych) ułożą się tak, że wykonanie opcji będzie dla niego korzystne. Z drugiej strony, osoba zobowiązana z opcji, czyli znajdująca się w sferze uprawnień kształtujących kontrahenta, liczyć przecież może na to, że właśnie na skutek przypadku, oświadczenie uprawnionego

³⁹ oczywiście te opcje nie są instrumentami finansowymi rynku kapitałowego w rozumieniu u.o.i.f.

⁴⁰ K. Zacharzewski, *Umowa...*, s. 241.

⁴¹ M. Gutowski, *op. cit.*, s. 214.

– ekonomicznie uzasadnione – nie zostanie złożone w terminie⁴². Tego elementu rzeczywiście nie sposób nie nazwać przypadkowym, ale jego znaczenie z konstrukcyjnego punktu widzenia jest marginalne i występuje we wszystkich stosunkach prawnych. Nie należy za jego sprawą przypisywać umowie opcji charakteru losowego tym bardziej, że dotyczy on już zawarcia umowy głównej a nie samej umowy opcji, leżącej u podstawy tego uprawnienia.

Z drugiej strony, element uznawany za losowy – czyli prawo jednej strony, która ma możliwość powołania do życia bądź żądania zawarcia umowy w określonej sytuacji gospodarczej, jest figurą powszechnie znaną w prawie polskim. Sam kodeks cywilny przewiduje liczne uprawnienia o charakterze roszczeń materialnych i praw podmiotowych kształtujących. Przykładem jest prawo do przyjęcia oferty. Zostanie ona przyjęta, a umowa zawarta wtedy (co do zasady), gdy oblat złoży stosowne oświadczenie woli, a stanie się tak wtedy, gdy będzie to dla niego ekonomicznie opłacalne, co jest szczególnie widoczne przy ofertach o długim terminie wiązania. Idąc dalej, podobną sytuację odnaleźć można między innymi w umowie przedwstępnej, prawie odkupu i pierwokupu. Nawet prawo do przyjęcia lub odrzucenia spadku zostanie zrealizowane na tych samych zasadach, a fakt, że wynika ono z ustawy, a nie z czynności prawnej nie zmienia jego charakteru i celu. Czynniki decydującymi są w tych przypadkach czas, sytuacja rynkowa i wola uprawnionego, czyli właśnie te elementy, które stanowią koronny argument tych wszystkich, którzy uznają opcje za umowy losowe, hazardowe albo wręcz za przejaw wyzysku.

Trzecia kwestia związana z wielkością ewentualnego świadczenia również jest konsekwencją problemu postawionego w pytaniu pierwszym (jaka będzie wartość instrumentu bazowego). Jeżeli niepewność tam wskazana nie doprowadziła wówczas do uznania losowości umowy opcji, nie powinno się to stać tym bardziej w tym miejscu. Przyjęcie niepewności wyceny instrumentu bazowego, jako okoliczności normalnej w obrocie gospodarczym, oznacza, że wysokość świadczenia będzie nie tylko nielosowa, ale i w żadnej mierze nieprzypadkowa. Zostanie ona ustalona według metody obiektywnej. Mianowicie, jeżeli ceny akcji albo innych instrumentów bazowych osiągnęły już dany poziom, nie będzie najmniejszego problemu w ustaleniu ceny za określoną ich ilość. Problemu tego nie będzie również w ustaleniu rozmiaru ewentualnego świadczenia pieniężnego w opcjach nierzeczywistych.

Widać więc, że elementy niepewności nie dotyczą umowy opcji w wąskim zakresie, a całego wywołanego nią stosunku prawnego. Nie można w żadnej mierze przyjąć założenia, że umowa opcji z jakichkolwiek przyczyn nie zostanie

⁴² Powód może być prozaiczny: uprawniony może zapomnieć, zachorować, może mieć miejsce awaria systemu komputerowego oraz szereg innych zdarzeń o charakterze *stricte* losowym.

wykonana. Jest ona, o czym była już mowa, umową konsensualną, której wykonanie następuje dzięki samemu jej zawarciu, a polega na przyznaniu prawa podmiotowego w zamian za zobowiązanie zapłaty premii. Jej wykonanie w postaci udzielenie prawa opcyjnego i powstania zobowiązania do zapłaty premii dokonuje się już z chwilą jej zawarcia. Niepewność dotyczy więc istnienia ewentualnych podstaw i skutków skorzystania z tego uprawnienia.

Ważnym zagadnieniem dla rozstrzygnięcia kwestii losowego charakteru opcji, ale i innych instrumentów finansowych, jest kwestia przewidywalności rynku jako takiego. Skrajne stanowiska, dotyczące tak ekonomii, jak i świata fizycznego, oscylują między chaosem i przypadkowością, a determinizmem⁴³. Jest to dyskusja bliższa naukom ścisłym i filozofii, niż prawu cywilnemu, jednak jej reperkusje dają się odczuć również i w tej dziedzinie. Należy zaznaczyć, że nawet odrzucenie poglądów deterministycznych na działalność człowieka, w tym i zachowanie rynków, nie prowadzi do wniosku, by było ono na tyle nieprzewidywalne, aby wykluczać dość duże prawdopodobieństwo, wystarczające na podjęcie racjonalnych decyzji gospodarczych. Oznacza to, w moim przekonaniu, że skłonności do wystąpienia pewnych zjawisk gospodarczych dają się poddać rzetelnej, naukowej analizie, która ze względu na ograniczoność środków, niedoskonałość teorii i ogrom danych, nie gwarantuje pewnych wyników, jednak prawdopodobieństwo ich poprawności jest na tyle duże, że pozwala oprzeć na nim działanie. Co więcej, szanse błędnego przewidzenia sytuacji rynkowej są niejako „wkalulowane” we wszelką racjonalną działalność gospodarczą. Stąd właśnie wzięło się szereg uregulowań prawnych, pozwalających zminimalizować ryzyko, jak konstrukcja spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, ubezpieczenia gospodarcze, wszelkie związane z zabezpieczeniem świadczenia a nawet jego modyfikacją (klauzula *rebus sic stantibus*, waloryzacja sądowa).

Zasadne wydaje się podkreślenie, że nie tylko dopuszczalne, lecz, z prawnego punktu widzenia – konieczne jest odróżnienie niepewności od przypadku. Mylenie tych dwóch pojęć w dyskusji o rynkach kapitałowych jest wytłumaczalne, choć należy mu się przeciwstawić. Nikt jednak nie rozciągnął takich wniosków na sferę poza rynkiem kapitałowym, mimo że czynniki tworzące otoczenie rynkowe i decydujące o powodzeniu danego przedsięwzięcia są nie tyle zbliżone, co identyczne.

Analiza powyższego skłania do przyjęcia tezy, że opcja jest umową charakteryzującą się tak zwaną losowością ekonomiczną, lecz nie prawną. Jak słusznie stwierdza A. Wiśniewski z *ekonomiczną losowością mamy do czynienia wówczas, gdy w wyniku umowy co najmniej jedna ze stron może się spodziewać, że otrzyma ściśle określone świadczenie, którego zarówno rzeczywiste otrzymanie, jak*

⁴³ Bliżej na ten temat m.in. K. Popper, *Wiedza obiektywna. Ewolucyjna teoria epistemologiczna*, s. 247-302, Warszawa 2002; L. von Mises, *Ludzkie działanie...*, s. 90-101, 174-200.

*i wysokość, w momencie zawierania umowy nie są jeszcze rozstrzygnięte, jednak – w odróżnieniu od umów losowych – z istotnych postanowień takiej umowy nie wynika, że obowiązek spełnienia świadczenia zależy od zdarzenia niepewnego*⁴⁴.

4. Losowość w aspekcie opcji na rynkach kapitałowych i poza nimi

Widać, że żaden z konstrukcyjnych elementów umowy opcji, jak i całego stosunku opcyjnego, nie ma charakteru losowego w sensie przypadkowości. Element niepewności, bardzo eksponowany w opcji, nie jest bardziej znaczący, niż powszechnie przyjmowany i, co ważniejsze, akceptowany w całym obrocie gospodarczym. Już w starożytności było jasne, kto uczestniczy w zysku, ten bierze też udział w stracie⁴⁵.

Za trafne i pociągające za sobą daleko idące konsekwencje należy uznać zdanie A. Powierzy, że *pojawiające się w obrocie gospodarczym nowe zjawiska prawnie – ekonomiczne powinny być klasyfikowane w ten sposób, aby wszystkie występujące w obrocie formy nowego zjawiska zmieściły się w ramach jednej instytucji prawnej*⁴⁶. Zdanie to należy rozwinąć w celu krytyki poglądu o opcji, jako grze, zakładowi lub innej umowie o charakterze losowym.

Wydaje się, że niewłaściwe jest w świetle powyższego, niejednakowe traktowanie opcyjnych instrumentów finansowych występujących na rynkach kapitałowych oraz opcji występujących w szeroko rozumianym obrocie pozagiełdowym⁴⁷. Oczywiście, siłą rzeczy, zaakceptować należy wszelkie ograniczenia i rygory wynikające ze standaryzacji takiego obrotu, zabezpieczenia wykonania umów oraz ich transparentności. Jednak sam fakt istnienia otoczki administracyjnoprawnej, a także szeregu odmienności związanych z dematerializacją papierów wartościowych oraz zawieraniem większości tych umów przez internet oraz swoistego sposobu wykonywania zobowiązań z nich wynikających – nie uzasadnia jeszcze twierdzenia o odrębności ich konstrukcji cywilnoprawnej⁴⁸. Pociąga to za sobą ważne konsekwencje.

Dotychczasowe rozważania dotyczyły bowiem głównie ewentualnego losowego charakteru opcji jako pochodnego instrumentu finansowego. Ten sam mechanizm wykorzystywany jest jednak również poza rynkiem kapitałowym.

⁴⁴ A. Wiśniewski, *op. cit.*, s. 21.

⁴⁵ Słowa przypisane Ulpianowi, *Digesta* 17.2.55.

⁴⁶ A. Powierża, *op. cit.*, s. 36.

⁴⁷ Tak np. M. Romanowski, *op. cit.*, s. 26.

⁴⁸ Są jednak silne głosy, uznające, że dyspozycje nabycia lub zbycia danych instrumentów finansowych na rynku kapitałowym nie są ani nie prowadzą do zawarcia umów sprzedaży, opcji itd. w rozumieniu kodeksu cywilnego. Stanowisko takie uważam za nietrafne. Szerzej na ten temat m.in. K. Zacharzewki, *op. cit.*, s. 193 i n.

Konstrukcja opcji coraz częściej jest widoczna na przykład w umowach najmu nieruchomości, kiedy strony umawiają się, że najemca będzie mógł jednostronnie przedłużyć okres najmu albo nabyć nieruchomość po z góry ustalonej cenie. Mechanizm opcyjny wykorzystywany jest powszechnie i od dawna w umowach leasingu, kiedy to daje się korzystającemu możliwość zakupu przedmiotu leasingu na z góry określonych warunkach. Opcje pracownicze i menadżerskie, jako motywacyjny element wynagrodzenia, są szeroko znane i stosowane w Polsce od początku lat dziewięćdziesiątych.

Przyjmując hipotetycznie krytykowane rozumowanie dziwić się można, że brak jest konsekwentnie głosów uznających ofertę albo umowę przedwstępną za grę albo zakład. Nikt chyba nie głosi poglądu, że opcja rozumiana jako prawo przedłużenia najmu jest umową gry lub zakładu, a z braku zezwolenia odpowiedniego organu państwowego, zobowiązania z niej wynikające mają charakter naturalny.

Podobnie, uznanie losowego charakteru opcji zakupu przedmiotu leasingu powinno się uznać za nieprawidłowe. Również losowego, a tym bardziej przecież hazardowego charakteru nie mają opcje menedżerskie, przyznające zarządzającym prawo do nabycia w przyszłości określonej liczby akcji po z góry ustalonej cenie, w celu zmotywowania uprawnionych do działań mających zwiększyć wyniki, a przez to przyszłą wycenę spółki. I na taką ocenę nie wpływa fakt, że opcja, podobnie, jak na przykład prawo odkupu, zostanie zrealizowana tylko wtedy, jeśli będzie to ekonomicznie korzystne dla uprawnionego. Podobnie, oświadczenie o przyjęciu lub odrzuceniu spadku złożone zostanie z tych samych powodów. Te same argumenty wysunąć można w stosunku do tak klasycznych instytucji prawa cywilnego, jak prawa odkupu i pierwokupu, a wychodząc poza unormowania kodeksowe, między innymi dla prawa poboru i obligacji zamiennych na akcje. Przykładów jest wiele, ale przytaczanie kolejnych nie jest konieczne.

Wydaje się, że w świetle powyższych ustaleń należy definitywnie wykluczyć tezę o opcji jako rodzaju gry lub zakładu, mimo szeregu niepewności, które wpisane są w naturę opcji. Również przyznanie opcjom cechy losowości wydaje się wątpliwe.

5. Charakter spekulacyjny umowy opcji

Dotychczasowe wywody uzasadniają stwierdzenie, że umowa opcji, nie ma sama w sobie charakteru losowego. Część autorów widzi w niej jednak umowę o zastosowaniu „czysto spekulacyjnym”, uzasadniając to tym, że *jeden z kontrahentów liczy na wzrost kursu [instrumentu bazowego], drugi zaś na spadek*⁴⁹.

⁴⁹ A. Janiak, *Charakter prawny...*, s. 31.

Spotykane są często poglądy uznające za grę każdą spekulację, która nie ma charakteru produkcyjnego, lecz oparta jest na samej różnicy kursów⁵⁰. Uzasadnione wydaje się zajęcie stanowiska w tej kwestii.

Termin „spekulacja”, o którym była już mowa w rozdziale I, nie wnosi nic nowego poza negatywnym ładunkiem emocjonalnym w podejściu do instrumentów finansowych. Wydaje się zasadna próba odniesienia treści tego pojęcia do umowy opcji, jak również odpowiedź na pytanie, z czym wiązałoby się ewentualne przypisanie tej cechy. Nie ma potrzeby w tym miejscu ponownie przedstawiać elementów umowy opcji, które uznane by mogły zostać za spekulacyjne. Przyjmuję, że chodzi o te same elementy, które zostały omówione pod kątem przypadkowości i niepewności. W tym miejscu należy się skupić raczej na ogólnym pojęciu spekulacji, jako cesze przypisywanej wszelkim opcjom i coraz częściej – innym instrumentom finansowym.

Słownik języka polskiego tłumaczy spekulację jako *nieuczciwą operację handlową polegającą na wykupywaniu, gromadzeniu i odsprzedaży z nadmiernym zyskiem towarów, na które popyt przewyższa podaż* jako przykłady podając spekulacje majątkowe i spekulacje zbożem⁵¹. Poglądy z podejrzliwością odnoszące się do zysku, jako celu i wartości samej w sobie, znajdowały wyraz w myśli ekonomicznej i społecznej popularnej w poprzednim ustroju, jednak samo pojęcie „spekulacji” przetrwało w tej formie, czego przykładem jest bliźniacza definicja z 2003 roku⁵². Logiczne uzasadnienie tego stanu rzeczy jest trudne.

Cywilistyka zajmująca się prawem rynku kapitałowego powinna traktować tego typu stwierdzenia z pewnym dystansem. Niezasadne byłoby przecież uznanie, że umowy przynoszące nadmierny zysk, jako z natury nieuczciwe, są sprzeczne z zasadami współżycia społecznego, a przez to nieważne z mocy prawa. Sytuacji nie zmieni również okoliczność, że „spekulant” poniósł stratę. W takim razie można by, idąc⁵³ tym tropem, uznać ważność czynności prawnej, jako swoistą karę dla spekulanta.

Pamiętać należy, że termin „spekulacja” ma również inne znaczenie, czyli *myślenie abstrakcyjne, teoretyczne dociekanie, nieopierające się na doświadczeniu, nieliczące się z rzeczywistością, oderwane od życia, rozumowanie jałowe, niedające się sprawdzić*⁵⁴. Nie chciałbym polemizować z tego typu poglądami z punktu widzenia teorii nauki, jednak krytykowanie wszelkich wniosków nie opartych na doświadczeniu, wydaje się wątpliwe.

⁵⁰ *Ibidem*, s. 32.

⁵¹ *Słownik Języka Polskiego*, M. Szymczak (red.), Warszawa 1981, tom. III str. 286.

⁵² *Uniwersalny Słownik Języka Polskiego*, Warszawa 2003, tom IV, s. 456.

⁵³ a właściwie brnąć.

⁵⁴ *Ibidem*.

Tłumaczyć by można, że autorzy piszący o umowie opcji, jako spekulacyjnej mieli na myśli drugą z przytoczonych definicji. W takim ujęciu opcja, jako instrument spekulacyjny, byłaby całkowicie nieprzewidywalna i niczym rzut monetą, mogłaby przynieść stratę lub zysk, które nie miałyby żadnego ekonomicznego, a przede wszystkim – moralnego uzasadnienia. Jednak opłacalność opcji uzależniona będzie tylko od wartości instrumentu bazowego. Uznanie więc spekulacyjności opcji w omawianym sensie oznaczałoby uznanie za spekulacyjny czyli *jałowy intelektualnie i nieliczący się z rzeczywistością* całego rynku kapitałowego, o co nie sposób jednak nikogo podejrzewać. Wydaje się, że w świetle powyższych argumentów dotyczących zagadnienia niepewności i losowości umowy opcji taki pogląd jest bezzasadny. Umowa opcji byłaby taką samą spekulacją, jak wszelkie inne umowy, zawierane również poza rynkami kapitałowymi. Pozostaje więc ujęcie spekulacji, nie jako postawy nieuzasadnionej, lecz nagannej moralnie.

Możliwe byłoby również połączenie obu tych definicji przez uznanie opcji, jako umowy, której strony bezzasadnie liczą na nienależny im zysk. W świetle okoliczności, że jedna ze stron zawsze ten zysk osiąga, nie można uznać, że oczekiwanie takie było oparte na całkowicie nieprawdopodobnych przesłankach, a i negatywna ocena etyczna jest wątpliwa.

Skoro przyjmujemy, że spekulacyjny charakter umowy nie stanowi przesłanki jej nieważności, ani nie rodzi żadnych innych skutków prawnych, nie powinniśmy używać tego terminu w języku naukowym. Samo określenie danej transakcji jako spekulacyjnej albo danego podmiotu jako spekulanta nic nie wnosi. Zwrócić należy uwagę, że w języku potocznym określa się tak zazwyczaj podmioty, co do których wiadomo już, że osiągnęły lub osiągną zysk. Sformułowania tego używają z kolei osoby, które albo ryzyka nie podjęły, albo też ich działania nie zakończyły się sukcesem.

Czym innym jest natomiast spekulacja, jako przejaw aktywności na rynku kapitałowym, przeciwstawiany ze względu na różnice motywacyjne, asekuracji. Chociaż i w tym znaczeniu określenie spekulacja nie wydaje się szczęśliwe. Lepsze wydaje się zastosowanie terminu „inwestowanie”. Spekulacja jest w tym ujęciu zaangażowaniem kapitału w celu osiągnięcia zysku. Asekuracja oznacza podobne zachowanie, ale w celu uniknięcia straty. W tej sytuacji mianem spekulantów określamy wszelkie zaangażowane kapitałowo podmioty, pragnące osiągnąć zysk.

Można również rozróżniać nabywców, na przykład akcji, w celu rzeczywistego partycypowania w życiu spółki z jednej strony, a w celu odsprzedaży ich z zyskiem – z drugiej strony. W takim ujęciu spekulacją byłoby zaangażowanie kapitałowe w celu innym niż wykonywanie praw i obowiązków korporacyjnych i majątkowych. Podział taki również nie wydaje się trafny, gdyż różnica

w tolerancji ryzyka u poszczególnych nabywców może być tak różna, że nie sposób klasyfikować ich jednolicie. Jednak w sytuacji, gdy wszelka działalność gospodarcza (pomijam organizacje działające *non profit*) nastawiona jest właśnie na osiągnięcie zysku, całą działalność gospodarczą nazwać należałoby spekulacją, a wszystkich przedsiębiorców – spekulantami co jest oczywiście pozbawione sensu.

Umowa opcji jest gospodarczo użyteczna, może stanowić źródło zysku, jak każda inna umowa. Może również, co czyni już ją wyjątkową, zabezpieczać przed nieuzasadnionymi stratami. Jej zastosowanie na rynkach kapitałowych jest szerokie. Pamiętać jednak należy, że umowa opcji może przynieść tak korzyści, jak i straty, a konieczność oceny ryzyka nie powinna uzasadniać ujemnego ładunku emocjonalnego, jaki towarzyszy słowu „spekulacja”.

6. Podsumowanie

Z wyżej poczynionych uwag wynikają następujące wnioski. Po pierwsze, niepewność jest istotną cechą związaną z wykonaniem prawa opcji. Nie może to być jednak utożsamiane pod żadnym pozorem z niepewnością wynikającą do wykonania umowy opcji, ta bowiem jest jako umowa konsensualna zawarta w chwili złożenie oświadczeń woli przez strony, a że przewiduje ona udzielenie prawa opcyjnego i obowiązek zapłaty premii opcyjnej, skutki te powstają z chwilą jej zawarcia, a więc nie ma mowy o możliwości jej późniejszego niewykonania. Jest ona bowiem wykonana już w chwili jej zawarcia.

Niepewność związana jest z wykonaniem prawa opcji, co uzależnione jest od przyszłej wartości instrumentu bazowego. Wartości tej nie da się przewidzieć. Ta nieprzewidywalność jest jednak typową cechą wszelkiej ludzkiej działalności, a jej nasilenie w żadnej mierze nie jest większe niż w każdej innej dziedzinie działalności człowieka. Niepewność ta odnosi się również do rozmiaru ewentualnej korzyści opcjodawcy, która będzie pochodną nie tylko kierunku ruchu wskaźnika poziomu instrumentu bazowego, ale również zasięgu tegoż ruchu – innymi słowy zakresu jego zmiany.

Wykazano w końcu, że posługiwanie się pojęciem spekulacji w odniesieniu do umowy opcji lub pojęciem spekulantów w odniesieniu do stron tej umowy jest naukowo nieużyteczne, bowiem poza negatywnym ładunkiem emocjonalnym nie niesie w gruncie rzeczy żadnej treści.

Podsumowując, stwierdzić należy, że umowa opcji, mimo że związana genetycznie z niepewnością, nie jest umową losową.

BIBLIOGRAFIA

Wykaz literatury

- Adamczyk M., *Problem dematerializacji weksla i czeku de lege lata*, PPH 2010/9
- Adler P., *Realcontract und Vorvertrag, Jahrbuch für die Dogmatik des heut. Rom. und deutschen Privatrechts, Iherings Jahrbücher* 1903, t. XXXV
- Amar M. N., *Les stocks options particularités juridiques, fiscales et comptables*, I.S.C.A.E. 2003
- Antkiewicz S., *Konsekwencje uchwalenia ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dla uregulowań rynku derywatów*, Prawo Bankowe 2006/7-8
- Antkiewicz S., *Polski rynek instrumentów pochodnych*, Prawo Bankowe 2001/10
6. Antkiewicz S., *Zmiany regulacji prawnych rynku instrumentów pochodnych związane z akcesją Polski do UE*, Prawo Bankowe 2005/6
- Baird A. J., *Rynek opcji*, Warszawa 1998
- Banaszczak – Soroka U., Dybał M., Jakubowski S., Zawadzka P., *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*, Warszawa 2012
- Bączyk M., Kosiński M. H., Michalski M., Pyziół W., Szumański A., Weiss I., *Papiery wartościowe*, Kraków 2000
- Berton L., *Tajemnicze instrumenty pochodne, The Wall Street Journal Europe*, dodatek do *Gazety Wyborczej*, 20.04.1994
- Biegański M. (red.), *Instrumenty pochodne*, Poznań 1996
- Bieniek G. (red.), *Kodeks Cywilny. Komentarz t. I*, Warszawa 2009
- Bilewska K., *Uchybienia proceduralne w procesie podejmowania uchwał a ich zaskarżanie w świetle przepisów art. 83 nowego kodeksu cywilnego [w:] Instytucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*, red. T. Mróz, M. Stec, Warszawa 2012
- Biskup R., *Wtórny obrót papierami wartościowymi. Zagadnienia prawne*, Bydgoszcz – Lublin 2003
- Bohnet F., *La théorie generale des papiers-valeurs. Passé, présent, future*, Basel, 2000
- Borowski A., *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Kraków 2005
- Bryłowski P., *Umowa opcji [w:] Pozakodeksowe umowy handlowe*, red. Kidyba A., Warszawa 2013
- Burzak A., *Umowa o pośrednictwo (I)*, PPH 1992/2
- Całus A., *Prawo cywilne i handlowe państw obcych*, Warszawa 1985
- Całus A., *Wybrane zagadnienia terminologiczne i kodyfikacyjne umów występujących w obrocie gospodarczym, [w:] Prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, red. W. J. Katner, U. Promińska, Warszawa 2010

- Cambell H. *Black's Law Dictionary*, St Paul 1991
- Championnière P.L., Rigaud, *Traité des droits d'enregistrement, de timbre et d'hypothèques, et contraventions à la loi du 25 ventose an XI*, Bruksela 1852
- Chłopecki A., *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, PPH 2004/7
- Chłopecki A., *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”)*, PPH 2009/7
- Chłopecki A., *Nadzór nad rynkiem finansowym. Wybrane problemy nadzoru transgranicznego. E-Finanse. Finansowy kwartalnik internetowy* 2009/3
- Chłopecki A., *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym*, (cz. 1) PPH 1995/7
- Chłopecki A., *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym*, (cz. 2) PPH 1995/8
- Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe w prawie polskim*, Glosa 1996/6
- Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*. Warszawa 2001
- Chłopecki A., *Prawo do akcji w publicznym obrocie na tle definicji papieru wartościowego w ustawie prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, PPH 1999/3 wkładka
- Chłopecki A., Domański G., Jurga R. Sobolewski L., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999
- Chłopecki A., *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005/11
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011
- Chłopecki A., *Sposób tworzenia prawa, w tym prawa UE na polskie prawo Rynku kapitałowego*, NRK 2005/9
- Chłopecki A., *Usługi maklerskie w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 1995
- Chłopecki A., *Warunki w rozumieniu art. 89 k.c. a warunki prawne (conditiones iuris)*, PPH 2001/7
- Ciarkowski Sz., *Prawa pochodne jako papiery wartościowe*, PPW 2001/4
- Coffe John.C. Jr., Seligman J., *Securities regulation. Cases and materials*, New York 2003
- Craig P., *EU Administrative Law*, Oxford 2006
- Czachórski W., *Zobowiązania. Zarys Wykładu*, Warszawa 2004
- Czekaj J., Raganiewicz J., *Rynki, instrumenty, instytucje finansowe*, Warszawa 2008
- Czerniawski R., *Statuty giełdy w Warszawie*, Warszawa 1996
- Domański G., *Dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu publicznego*, MoPod 1994, Nr 1
- Domański L., *Instytucje Kodeksu Zobowiązań*, Warszawa 1936, z. 1
- Domański G., *Umowa ramowa na tle prawa niektórych państw EWG i Polski*, Warszawa 1989
- Dubisz, S (red.), *Uniwersalny Słownik Języka Polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, tom IV
- Dudycz, T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wrocław 2002
- Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, PWN, Warszawa 1998
- Dziawgo D., *Rynek finansowy – istota, instrumenty, funkcjonowanie*, Warszawa 2007
- Dziuba D., *Giełdy i ich archetypy na ziemiach polskich*, Warszawa 2006
- Einem, H. von., *Die Rechtsnatur der Option*, Berlin 1974
- Filar M. (red.), *Kodeks karny. Komentarz*, Warszawa 2012
- Friedman M., *Wolny wybór*, Sosnowiec 2006
- Fuchs B., *culpa in contrahendo a obowiązek ujawnienia informacji na etapie przedkontraktowym*, [w:] *Instytucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*, (red.) T. Mróc, M. Stec, Warszawa 2012
- Gajek P., Narczyński R., *Instrumenty finansowe – podstawowe definicje i klasyfikacje*, Monitor Rachunkowości i Finansów,

- Gardocki L., *Prawo karne*, Warszawa 2004
- Gandor K., *Konwersja nieważnych czynności prawnych*, *Studia Cywilistyczne* 1964, t. IV
- Gawlik B., *Pojęcie umowy nienazwanej*, *Studia Cywilistyczne* 1971, t. XVIII
- Gawlik B., *Procedura zawierania umowy na tle ogólnych przepisów prawa cywilnego (art. 66-72)*, Kraków 1977
- Gawlik B., *Umowy mieszane – konstrukcja i ocena prawna*, *Palestra* 1974/5
- Ginossar S., *Droit réel, propriété et créance, élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux*, Paris 1960
- Gniewek E. (red.), *Kodeks Cywilny. Komentarz*, Warszawa 2008
- Gontarski W., *Toksyczne opcje walutowe*, Warszawa 2009
- Golecki M. J., *Charakter prawny opcji giełdowej na tle prawa angielskiego, francuskiego i niemieckiego*, *KPP* 2004/2
- Golecki M. J., *Charakter prawny opcji w polskim prawie cywilnym. Uwagi na tle nowelizacji przepisów kodeksu cywilnego dotyczących ofertowego trybu zawierania umów*, *Palestra* 2006/7-8
- Golecki M. J., *Grecka geneza kontraktu opcyjnego? – Arrha klasycznego prawa greckiego a współczesny giełdowy kontrakt opcyjny*, *CPE* 2003/1
- Golecki M. J., *Kilka uwag na temat genezy giełdowego kontraktu opcyjnego*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 2002/4
- Gorzela K., Barciszewska A., Barciszewska J., Rogalski T., *Towary giełdowe i towarowe instrumenty pochodne*, Warszawa 2011
- Górski J., *Przygotowanie umowy w świetle kodeksu zobowiązań*, Poznań 1938
- Grabowski J., *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Warszawa 1996
- Granecki P., *Culpa in contrahendo*, *PPH* 2001/3
- Gruszczyński M., *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Warszawa 2002
- Grzybowski S. (red.), *System Prawa Cywilnego. Część ogólna*, t. I, Warszawa – Wrocław- Kraków -Gdańsk 1974
- Grzybowski S., *Umowa „know-how” na tle kodeksu cywilnego*, *Krakowskie Studia Prawnicze* 1968/1-2
- Guś J., *O właściwościach (naturze) stosunku prawnego*, *PiP* 1997/4
- Gutowski M., *Bezskuteczność czynności prawnej*, Warszawa 2013
- Gutowski M., *Charakter prawny oferty na tle niedawnych zmian w kodeksie cywilnym*, *PiP* 2005/3
- Gutowski M., *Kilka uwag, dlaczego opcja nie jest umową warunkową*, *Palestra* 2007, z. 1–2
- Gutowski M., *Nieważność czynności prawnej*, Warszawa 2012
- Gutowski M., *Umowa opcji*, Kraków 2003.
- Gutowski M., *Wzruszalność czynności prawnej*, Warszawa 2010
- Gwiazdomorski J., *Umowa przedwstępna w kodeksie zobowiązań*, *Czasopismo Prawnicze i Ekonomiczne*, t. XXX, Kraków 1935
- Haładaj K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009
- Henrich D., *Vertrag, Optionvertrag, Vorrechtsvertrag – Eine dogmatische – systematische Untersuchung der vertraglichen Bindungen vor und zu einem Vertragsschluß*, Berlin 1965
- Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje – wprowadzenie*, Warszawa 1997
- Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje*, Warszawa 1999
- Hayek F. A. von, *The pure theory of capital*, Chicago 1975
- Ignatowicz, J. (red.) *System prawa cywilnego. Prawo własności i inne prawa rzeczowe*, t. II, *Osso-
lineum* 1977

- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Warszawa 2006
- Jakubiec A., *Charakter prawny i zmiany podmiotowe w umowie opcji*, PPH 2009/4
- Jakubiec A., *O zasadności kodyfikacji niektórych umów zawieranych na rynku kapitałowym* [w:] *Institucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*, (red.) T. Mróz, M. Stec, Warszawa 2012
- Jakubowski J., *Pojęcie umowy dostawy*, *Studia Prawnicze* 1974/42
- Janasz K., *Ryzyko i niepewność w gospodarce – wybrane aspekty teoretyczne*, SiP WNEiZ 2009/14
- Janiak A., *Charakter prawny kontraktów terminowych i opcyjnych nierzeczywistych*, PPH 2002/9
- Jasiakiewicz M., *Ofertowy system zawierania umów w polskim prawie cywilnym*, Toruń 2003
- Jastrzębski J., *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, PUG 2009/4
- Jastrzębski R., *Dematerializacja papierów wartościowych. Na marginesie pracy J. Jastrzębskiego: Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, PUG 2009/4, s. 33-34
- Jędrzejowski R., *Prawo pochodne jako papier wartościowy*, *Rzeczpospolita* 10-11 czerwca 1998/135.
- Juglart M. de., Ippolito B., *Traite de droit commerciale. Banques et Bourses*, t. 7, Montchrestien 1991
- Kaczanowski K., Wiaderek G., *Przenoszenie praw z opcji*, *Glosa* 1999/3
- Karkowski P., *Toksyczne opcje walutowe. Od zaufania do bankructwa*, Warszawa 2009
- Katner W. J. (red.), *Przekaz i papiery wartościowe. Wybór dzieł Profesora Adama Szpunara w stulecie urodzin*, Warszawa 2013
- Katner W. J., Stahl M., Nykiel W., *Umowa sprzedaży w obrocie gospodarczym*, Warszawa 1996
- Każmierczyk A., *Istota odróżnienia umów odpłatnych i nieodpłatnych w prawie polskim*, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie* 2011/870
- Keynes J. M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Warszawa 2003
- Kępiński M., *Przeniesienie własności nieruchomości rolnych*, Poznań 1970
- Kidyba A. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. I, Warszawa 2009
- Kidyba A. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. III, Warszawa 2010
- Kidyba A., *Prawo handlowe*, Warszawa 2011
- Klein A., *Elementy zobowiązaniowego stosunku prawnego*, Wrocław 1964
- Klein A., *Pojęcie umowy i stosunku zobowiązaniowego kontraktacji według kodeksu cywilnego*, SC 1972 t. XIX
- Kodeks zobowiązań. Komentarz*, Kraków 1936, wyd. 2 s. 161
- Koch A., Napierała J. (red.), *Umowy w obrocie gospodarczym*, Kraków 2011, wyd. II
- Kopaliński W., *Słownik wyrazów obcych*. Cz. II. T.V, Warszawa 2007
- Koziorowski L., *Obrót papierami wartościowymi złożonymi do depozytu*, PPH 1997/7
- Krajewski M., *Konstrukcja prawna umowy opcji*, [w:] *Europeizacja Prawa Prywatnego*, (red.) M. Pazdan, W. Popiołek, E. Rott – Pietrzyk, M. Szpunar, Warszawa 2008
- Krajewski M., *Umowa przedwstępna*, Warszawa 2002
- Krajewski M., *Zmiany regulacji formy czynności prawnych*, PPH 2003/7
- Kuciński R., *Przestępstwa giełdowe*, Warszawa 2000
- Kurzyńska A., *Dopuszczalność powództwa o ustalenie nieistnienia uchwał zgromadzeń wspólników spółek kapitałowych w świetle obowiązujących przepisów* [w:] *Institucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*, (red.) T. Mróz, M. Stec, Warszawa 2012
- Kuźmierkiewicz M., *Ewolucja rynku opcji ku pozagiełdowym opcjom egzotycznym i ich klasyfikacja*, *Bank i Kredyt* 1999/3
- Lemonnier M., *Europejskie modele instrumentów finansowych. Zagadnienia wybrane*, Warszawa 2011

- Lemonnier M., Kisiel Sz., *Pojęcie instrumentu finansowego*, Studia Elckie, 2009/11
- Lemmonier M., Zięty J. J., Mariański M., *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011/08
- Lewaszkiewicz – Petrykowska B., *Wady oświadczeń woli*, Warszawa 1973
- Levin J.S., *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, Chicago 2002
- Lic J., *Znaczenie zwyczaju handlowego dla prawa prywatnego (uwagi do projektu nowego kodeksu cywilnego)*, [w:] *Instytucje prawa handlowego w przyszłym kodeksie cywilnym*, (red.) T. Mróz, M. Stec, Warszawa 2012
- Longchamps de Berier R., *Polskie Prawo cywilne. Zobowiązania*, Lwów 1939
- Longchamps de Berier R., *Zobowiązania*, Poznań 1948
- Longchamps de Berrier R., *Zobowiązania*, Poznań 1999
- Łętowska E., *Bezpodstawne wzbogacenie*, Warszawa 2000
- Łętowska E., (red.) *System Prawa Prywatnego. Prawo zobowiązań – część ogólna*, t. V, Warszawa 2006
- Makulec M., Niedziółka P., *Opcje barierowe – typologia, zastosowanie oraz perspektywy rozwoju na polskim rynku instrumentów pochodnych*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy nr 82, SGH 2007
- Matuszczyk K. J., *Forma czynności prawnych w stosunkach między przedsiębiorcami*, PPH 2004/9
- Mazeaud H. J., *Lecons de droit civil*, t. II, Paris 1956
- Medjaoui K., *Les Marches a terme derives et organise d'instruments financiers*, th. Paris I, LGDJ. 1996, nr 819
- Meier-Hayoz A., Crone C. von der., *Wertpapierrecht*, Bern 2000
- Michalski M., *Kilka uwag na temat definicji papieru wartościowego (I)*, System Depozytowo – Rozliczeniowy, Pismo Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A., 1996/3
- Michalski M., *Pojęcie i charakter prawny giełdy papierów wartościowych*, MoPod 1995, Nr 2
- Michalski M., *Zasady egzekucji z instrumentów finansowych w świetle przepisów kodeksu postępowania cywilnego*, Prawo Spółek, 2008/6
- Mirecka E., *Giełdy światowe – geneza i obecne zasady działania*, Przegląd Organizacji 1996/10
- Mises L. von., *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, Warszawa 2007
- Mises L. von., *The theory of money and credit*, New York 1971
- Mojak J., *Obrót wierzytelnościami*, Warszawa 2012
- Morawski L., *Zasady wykładni prawa*, Toruń 2009
- Nagy D.M., Painter R.W., Sachs M.V., *Securities Litigation and Enforcement. Cases and Materials*, St. Paul 2003
- Napiórkowski A., *Charakterystyka, wycena i zastosowanie wybranych opcji egzotycznych*, Warszawa 2001
- Nieborak T., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Warszawa 2008
- Nieborak T., Huczek S., *Instrumenty pochodne w działalności samorządu terytorialnego – podstawowe zagadnienia*, Finanse Komunalne, 2004/12
- T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty podatkowoprawne*, Warszawa 2004
- Nieborak T., *Pochodne instrumenty finansowe w ustawodawstwie polskim (próba systematycznej analizy terminologicznej)*, Państwo i Prawo, nr 1, 2003
- Nieborak T., *Tulipanomania – historyczne aspekty wykorzystywania instrumentów pochodnych*, Rynek Terminowy, 2004/2
- Ohanowicz A., *Zobowiązania. Zarys wykładu kodeksu cywilnego, część ogólna*, Warszawa-Poznań 1965

- Ohanowicz A., *Zbieg norm w polskim prawie cywilnym*, Warszawa 1963
- Olejniczak A., *Transakcje kompensacyjne w handlu międzynarodowym. Studium cywilnoprawne*, Poznań 1994
- Opałek K., Wróblewski J., *Zagadnienia teorii prawa*, Warszawa 1969
- Pawelczyk M., *Bankowe papiery wartościowe na krajowym rynku finansowym. Zagadnienia prawnem PPH 1996/6 wkładka*
- Pietrzykowski K. (red.), *Kodeks Cywilny. Komentarz t. I*, Warszawa 2008
- Pietrzykowski K. (red.) *Kodeks Cywilny. Komentarz t. II*, Warszawa 2003
- Piekarski M., *Czynności materialnoprawne a procesowe w sprawach cywilnych*, SP 1973/37
- Planiol M., *Traité élémentaire de droit civil*, t. II, Paris 1923.
- Popper K. R., *Droga do wiedzy. Domysły i refutacje*, Warszawa 1999
- Popper K. R., *Logika odkrycia naukowego*, Warszawa 2002
- Popper K. R., *Nęcza historycyzmu*, Warszawa 1999
- Popper K. R., *Wiedza obiektywna. Ewolucyjna teoria epistemologiczna*, Warszawa 2002
- Powierża A., *Transakcja terminowa jako umowa gwarancyjna*, PPH 2004/1
- Preussner – Zamorska J., *Nieważność czynności prawnej w prawie cywilnym*, Warszawa 1983
- Pruchnicka – Grabias I., *Egzotyczne opcje finansowe. Systematyka, strategia, wycena*, Warszawa 2009
- Pruchnicka – Grabias I., *Zabezpieczanie ryzyka kursowego przez importerów za pomocą kontraktów terminowych i opcyjnych*, [w:] Pluta W., (red.) *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, t. II, Wrocław 2004
- Pruchnicka – Grabias I., *Zastosowanie wybranych opcji egzotycznych i zasady ich wyceny*, Bank i Kredyt 2004/6
- Pruchnicka – Grabias I., *Zmniejszenie ekspozycji eksportera na ryzyko walutowe za pomocą kontraktów opcyjnych*, [w:] *Strategie rozwoju wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, Zeszyty naukowe nr 378, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw nr 43, Urbańczyk E., (red.), Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2004, t. II
- Pruski M., *Opcje egzotyczne na polskim rynku walutowym, „rynek terminowy”*, nr 23 (1/04)
- Przybylska – Kapuścińska W. (red.), *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, Poznań 2002
- Pyka I. (red.), *Struktura i kierunki zmian rynku finansowego w procesach globalizacji* [w:] *Rynek pieniędzy i kapitałowy*, Katowice 2001,
- Pyziak – Szafnicka M. (red.), *Kodeks Cywilny. Komentarz*, Warszawa 2009
- Pyziak – Szafnicka M., *Uznanie długu*, Łódź 1995
- Radwański Z., *Teoria umów*, Warszawa 1977
- Radwański Z., *Uwagi o umowach mieszanych*, Zeszyty Naukowe UJ 1985 z. 41
- Radwański Z. (red.), *System Prawa Cywilnego. Prawo Zobowiązań – część ogólna*, t. III, Wrocław, Warszawa, Kraków, Gdańsk, Łódź 1981
- Radwański Z., Olejniczak A., *Zobowiązania*, Warszawa 2006
- Radwański Z., Olejniczak A., *Zobowiązania – część ogólna*, Warszawa 2008
- Rajski J., Kocot W., Zaradkiewicz K., *Prawo o kontraktach w obrocie gospodarczym*, Warszawa 2002
- Ratner D.L., Hazen T. L., *Mergers, acquisitions and others business combinations. Cases and materials*, St. Paul, 2003
- Romanowski M., *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, PPH 1999/5
- Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999

- Romanowski M., *Umowa o pośrednictwo w obrocie giełdowym (zlecenie maklerskie)*, Warszawa 2000
- Rośniak-Marczuk M., *Egzekucja sądowa z instrumentów finansowych*, Warszawa 2011
- Rośniak – Rutkowska M., *Egzekucja z instrumentów finansowych zapisanych na rachunku*, cz. I, PPE 2006/1-3, cz. II PPE 2006/4-6
- Rubinstein M., *Exotic options*, Berkeley 1991
- Rzetelska A., *Zmiana stron umowy o świadczenie usług turystycznych*, [w:] *Polskie prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, red. W. J. Katner, U. Promińska, Warszawa 2010
- Safjan M. (red.) *System Prawa Prywatnego. t. I. Prawo cywilne – część ogólna*, Warszawa 2007
- Simpson P., *Law of contracts*, St. Paul 1965
- M. Szymczak (red.), *Słownik Języka Polskiego*, Warszawa 1981, tom. III
- Smykła B., *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2011
- Sobolewski L., *Umowa opcji zbycia i nabycia instrumentów finansowych*, PUG, 1998/1
- Sobolewski P., *Culpa in contrahendo – odpowiedzialność kontraktowa czy deliktowa*, PPH 2005/4
- Soderquist L.D., Gabaldon T.A., *Securities Regulations*. Fifth Edition, New York 2003
- Sokal P., *Definicja i znaczenie instrumentów finansowych w świetle nowych regulacji prawnych*, Prawo Spółek Nr 7-8/2006
- Sołtysiński S. (red.), Szajkowski A., Szwaja J., *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. II, Warszawa 1996
- Sołtysiński S., *Licencje na korzystanie z cudzych rozwiązań technicznych*, Warszawa 1970, 195-196
- Sołtysiński S., *Rozważania o nieważnych i „nieistniejących” czynnościach prawnych ze szczególnym uwzględnieniem uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni* [w:] *W kierunku europeizacji prawa prywatnego. Księga pamiątkowa dedykowana Profesorowi Jerzemu Rajskiemu*, Warszawa 2007
- Sójka T., *Wpływ dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (MIFID) i przepisów transponujących tę dyrektywę do polskiego porządku prawnego na treść stosunków cywilnoprawnych pomiędzy podmiotami świadczącymi usługi maklerskie (inwestycyjne), a ich klientami* [w:] *Wpływ europeizacji prawa na instytucje prawa handlowego* (red.) J. Kruczałak-Jankowska, Warszawa 2013
- Stefanicki M.R., *Dobre obyczaje kryterium staranności przedsiębiorcy w świetle ustawy z 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym* [w:] *Polskie prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, red. W. J. Katner, U. Promińska, Warszawa 2010
- Strzępka J., *Umowy ramowe w projekcie kodeksu cywilnego* [w:] *Instytucje prawa handlowego w nowym kodeksie cywilny*, (red.) T. Mróz, M. Stec, Warszawa 2012
- Szer S., *Prawo cywilne. Część ogólna*, Warszawa 1967
- Szpunar A., *Akcje jako papiery wartościowe*, PiP 1993/11-12
- Szpunar A., *Kilka uwag o przekazie*, PPH 1997/1
- Szpunar A., *O konwalidacji nieważnej czynności prawnej*, PiP 2002/7
- Szpunar A., *O powstaniu zobowiązania wekslowego*, PUG 1992/1
- Szpunar A., *Podstawowe problemy papierów wartościowych*, PiP 1991/2
- Szpunar A., *Przekaz według kodeksu zobowiązań*, Kraków 1937,
- Szpunar A., *Recenzja pracy A. Ohanowicza „Zbieg norm w polskim prawie cywilnym”*, NP. 1964/5
- Szpunar A., *Zakres formy notarialnej przy przeniesieniu własności nieruchomości*, NP 1987/9
- Świderska-Iwicka M., *Depozyt papierów wartościowych*, PPH 1995/5
- Szumański A. (red.) *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych*, t. XVIII, Warszawa 2006

- Szumański A. (red.) *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych*, t. XIX, Warszawa 2006
- Taylor F., *Rynki i opcje walutowe. rozwój, struktura, transakcje*, Kraków 2000
- Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2010
- Tomanek F., *Handel towarowy i pieniężny, jego organizacja i technika*, Lwów-Warszawa 1937
- Tropaczynska J., *Umowa o negocjacje zawarta w formie listu intencyjnego a odpowiedzialność z tytułu culpa in contrahendo*, PPH 1996/2
- Wasilkowski J., *Zarys prawa rzeczowego*, Warszawa 1963
- Waszczuk – Napiórkowska J., *Termin w ofercie i umowie opcji w prawie włoskim*, (w) *Europeizacja prawa prywatnego*, (red.) M. Pazdan, W. Popiołek, E. Rott – Pietrzyk, M. Szpunar, Warszawa 2008, t. II
- Wéry P., *Droit des obligations – Volume 1: Théorie générale des contrats*, Éditions Larcier 2010
- Wiaderk G., *Umowa opcyjna – konstrukcja prawna*, Glosa 1999/3
- Wierzbowski M., P. Wajda, L. Sobolewski, *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012
- Winer K.B., *The SEC Primer: An Introduction to Federal Securities Law*, Chicago 2003
- Wiśniewski A., *Umowy losowe w prawie polskim*, Warszawa 2009
- Włodyka S. (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe*, t. 4 *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004
- Wolter A., *Czynności prawne nieodpłatne inter vivos w projekcie Kodeksu cywilnego*, [w:] *Rozprawy prawnicze, Księga pamiątkowa dla uczczenia pracy naukowej Kazimierza Przybyłowskiego*, Kraków – Warszawa 1964
- Wolter A., Ignatowicz I., Stefaniuk K., *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, 2001
- Valette D., *Les marchés d'option négociables*, Clermont – Ferrand 1991
- Zachariasiewicz M. A., *Procedura zawierania umów według znowelizowanych przepisów kodeksu cywilnego*, KPP 2004/4
- Zacharzewski K., *Deontologia bankowa w wymiarze praktycznym*, Forum Prawnicze 4-5 (6-7) 2011, s. 85-93
- Zacharzewski K., *Prawo giełdowe*, Warszawa 2010
- Zacharzewski K., *Regulacja dematerializacji w nowym kodeksie cywilnym*, Studia Prawa Prywatnego 2012/1
- Zacharzewski K., *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2007
- Zacharzewski K., *Umowa sprzedaży jako podstawa rozporządzenia w obrocie giełdowym* [w:] *Prawo handlowe po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej*, red. W. J. Katner, U. Promińska, Warszawa 2010
- K. Zacharzewski, *Wpływ kodeksów deontologicznych na powstanie, treść i wykonywanie zobowiązań umownych*, [w:] red. Gniewek E., Górka K., Machnikowski P., *Zaciąganie i wykonywanie zobowiązań: materiały III Ogólnopolskiego Zjazdu Cywilistów*, Wrocław, 25-27.09.2008 r., Warszawa 2010
- Zalewski G., *Kontrakty terminowe w praktyce*, Warszawa 2006.
- Zawadzka P., *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009
- Zawila – Niedźwiecki J., *(Nie)doskonałość rozliczeń papierów wartościowych*, Gra na Giełdzie 1995, nr 10
- Zieliński A. (red.), *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, Warszawa 2010
- Zoll F., *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2001
- Zoll F., *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, wyd. 2, Warszawa 2004

Zoll F., *O nowelizacji art. 3 ust. 1 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, TPP 2001/1.

Zoll F., *Prawo cywilne w zarysie*, t. II, *Prawo rzeczowe*, z. 1, Kraków 1947

Zoll F., *Zobowiązania w zarysie*, Warszawa 1948

Zoll F., *Zobowiązania w zarysie według polskiego kodeksu zobowiązań*, Warszawa 1945

Wykaz orzecnictwa

Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 7 listopada 2013 roku w sprawie SP-M-2/B/12, niepublikowany

Wyrok SN z dnia 19 września 2013 roku, w sprawie I CSK 651/12, LEX nr 1383037

Wyrok Trybunału (izba czwarta) z dnia 30 maja 2013 r. sygn. C-604/11 – *Genil 48 i Comercial Hosteleria de Grandes Vinos*, Dz.U.UE.C.2013.225.16/1

Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 30 kwietnia 2013 w sprawie SP-M. 12/A/10, niepublikowany

Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 25 kwietnia 2013 roku w sprawie SP-M.B/27/B/09, niepublikowany

Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 27 lutego 2013 roku w sprawie I ACa 915/12, LEX nr 1307438

postanowienie Sądu Rejonowego w Katowicach z dnia 19 grudnia 2012 roku w sprawie X GUz 15/12/12, niepublikowane

Wyrok Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu z dnia 4 grudnia 2012 roku w sprawie I ACa 833/12, <http://orzeczenia.wroclaw.sa.gov.pl/search/simple>

Wyrok SN z dnia 09 listopada 2012 roku IV CSK 284/12, M.Pr.Bank. 2013/10/41

Wyrok SA w Warszawie z dnia 23 lipca 2012 roku w sprawie I ACa 1299/11, LEX nr 1283315

Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 28 czerwca 2012 roku w sprawie VI ACa 169/12, LEX nr 1313645

Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 12 czerwca 2012 roku w sprawie XVI GC 622/10, niepublikowany

Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 6 czerwca 2012 roku w sprawie I ACa 1161/11, LEX nr 1238164

Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 24 maja 2012 roku w sprawie V Ca 23/12, niepublikowany

Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 22 maja 2012 roku w sprawie I ACa 1020/11, LEX nr 1292160

Wyrok SN z dnia 16 lutego 2012 roku IV CSK 225/2011, *OSNC 2012/9/105*, LEX nr 1163927

Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 11 sierpnia 2011 r. I CSK 605/10, *LEX nr 1096030*

Wyrok Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich z dnia 14 czerwca 2011 roku w sprawie S SP-M.6/B/10, niepublikowany

Wyrok Sądu Okręgowego w Zielonej Górze z dnia 30 maja 2011 roku w sprawie V GC 68/09, niepublikowany

Wyrok *Bundestgerichtshof* z dnia 22 marca 2011 roku w sprawie XI ZR 33/10, *Pressemitteilung* Nr. 46/11 vom 22.3.2011

Wyrok Sądu Okręgowego w Krakowie z dnia 21 stycznia 2011 roku w sprawie IX GC 624/09, niepublikowany

- Wyrok SN z dnia 19 stycznia 2011 V CSK 173/2010, OSNC 2011, nr 10, poz. 113
- Wyrok Sądu Apelacyjnego we Wrocławiu z dnia 30 grudnia 2010 roku w sprawie I ACa 1201/10, *LEX nr 784429, M.Pr.Bank. 2011/9/17-25*
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 29 października 2008 roku w sprawie V ACa 337/08, *LEX nr 491135*
- Wyrok *Bundestgerichtshof* z dnia 28 września 2004 roku w sprawie BGH: XI ZR 259/03, <http://openjur.de/u/181320.html>
- Wyrok SN z 02 kwietnia 2004 roku w sprawie III CK 537/02, *LEX nr 172786*
- Wyrok *Bundestgerichtshof* z dnia 21 października 2003 roku w sprawie XI ZR 453/02, <http://openjur.de/u/163899.html>
- Wyrok SN z dnia 11 października 2000 roku, III CKN 273/00, *LEX nr 51885*
- Wyrok SN z dnia 09 maja 2000 roku IV CKN 955/00, *LEX nr 52534*
- Wyrok SN z dnia 14 grudnia 1999 roku II CKN 524/98 OSN 2000, nr 6, poz. 120
- Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 5 marca 1999 r. I CKN 1069/98, *OSNC 1999/9/160, Biul. SN 1999/6/10*
- Wyrok SN z dnia 27 lutego 1997 roku w sprawie III CKN 47/96, *LEX nr 50569*
- United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit* 1996, *Securities and Exchange Commission vs. Life Partners*, 87 F. 3d. 536
- Wyrok *Bundestgerichtshof* z dnia 24 września 1996 roku w sprawie BGH: XI ZR 244/95, WM 1997, 309
- Wyrok SN z dnia 14 lipca 1992 roku w sprawie II CRN 60/92, *LEX nr 9082*
- Wyrok SA w Krakowie z dnia 14 maja 1991 w sprawie I ACr 99/91, OSA w Krakowie w sprawach cywilnych i gospodarczych, Rocznik I, 1993, s. 99-105
- Wyrok SA w Krakowie z dnia 18 grudnia 1990 roku w sprawie I ACr 11/90, niepublikowany
- Wyrok SN z dnia 4 czerwca 1986 roku, II CR 92/86, OSNC 1987, nr. 9, poz. 141
- Supreme Court of the United States*, 1979. 439 U.S. 551, 99 S.Ct. 790, 58 L.Ed.2d 808
- Wyrok SN z dnia 7 czerwca 1972 roku w sprawie I PR 114/72, OSNCP 1973, poz. 33
- Wyrok GKA z 9 marca 1966 r., OSPiKA 1966, poz. 261
- SN z 15 kwietnia 1964, OSNCP 1965, poz. 115
- Supreme Court of the United States*, 27 maja 1946. 328 U.S. 293
- U.S. Supreme Court: SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344 (1943), wyrok z dnia 22 listopada 1943 roku.
- Supreme Court of Minnesota, State v. Gopher Tire & Rubber Co.*, 146 Minn. 52, 56, 177 N.W. 937, 938, 1920

Wykaz aktów prawnych

Ustawy

- Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 roku prawo wekslowe, Dz.U. 1936 Nr 37, poz. 282
- Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 roku prawo czekowe, Dz.U. 1936 r. Nr 37, poz. 283
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku kodeks cywilny, Dz.U. 1964 Nr 16, poz. 93
- Ustawa z dnia 17 listopada 1964 roku kodeks postępowania cywilnego, Dz.U. 1964 r. Nr 43, poz. 296, cyt.: k.p.c.

- Ustawa z dnia 22 lutego 1991 roku – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych Dz. U. Nr 51, poz. 298, cyt. p.p.o.p.w.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz.U. 1994 Nr 121 poz. 591
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach, Dz.U. 1995 Nr 83 poz. 420
- Ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 roku prawo energetyczne, Dz.U. 1997 Nr 54 poz. 348
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. 1997 Nr 118 poz. 754, cyt.: p.o.p.w.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku prawo bankowe, Dz.U. 1997 Nr 140 poz. 939
- Ustawa z dnia 15 września 2000 roku kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000 Nr 94 poz. 1037, cyt.: k.c.
- Ustawa z dnia 26 października 2000 roku o giełdach towarowych, Dz.U. 2000 Nr 103 poz. 1099, cyt.: u.g.t.
- Ustawa z dnia 27 lipca 2002 roku prawo dewizowe, Dz.U. 2002 nr 141 poz. 1178
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku prawo upadłościowe i naprawcze, Dz.U. 2003 Nr 60 poz. 535
- Ustawa z dnia 11 marca 2004 roku o podatku od towarów i usług, Dz.U. 2004 nr 54 poz. 535
- Ustawa z dnia 12 marca 2004 roku o zmianie ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw, Dz. U. z dnia 15 kwietnia 2004
- Ustawa z dnia 2 kwietnia 2004 roku o niektórych zabezpieczeniach finansowych, Dz.U. Nr 91, poz. 871
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. 2004 Nr 146 poz. 1546, cyt.: u.f.i.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. 2005 r. Nr 183, poz. 1537, cyt.: u.n.r.k.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005 Nr 183 poz. 1538, cyt.: u.o.i.f.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005 Nr 184 poz. 1539, cyt.: u.o.p.
- Ustawa z dnia 21 lipca 2006 roku o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2006 Nr 157 poz. 1119, cyt. u.n.r.f.
- Ustawa z dnia 04 września 2008 roku o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. z 2009 r. Nr 165 poz. 1316
- Ustawa z dnia 7 listopada 2008 r. o Komitecie Stabilności Finansowej Dz.U. 2008 r. Nr 209, poz. 1317
- Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych Dz.U. Nr 199, poz. 1175
- Ustawa z dnia 15 kwietnia 2011 roku o efektywności energetycznej Dz.U. Nr 94, poz. 551

Akty prawa europejskiego

- Dyrektywa Rady nr 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 roku w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), Dz. Urz. WE L 375 z 31.12.1985
- Dyrektywa nr 89/647/EWG w sprawie współczynnika wypłacalności instytucji kredytowych z dnia 18 grudnia 1989 roku, Dz. Urz. UE L 386 z 30.12.1989

- Dyrektywa Rady nr 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 roku w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, Dz. Urz. WE L 141 z 11.06.1993
- Dyrektywa 2000/31/WE z dnia 8 czerwca 2000 roku o niektórych aspektach prawnych usług społeczeństwa informatycznego, w szczególności handlu elektronicznego w obrębie rynku wewnętrznego, Dz. Urz. WE L 178 z dnia 17.07.2000
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2001/34/WE z dnia 28 maja 2001 roku w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji, Dz. Urz. UE L 184 z 06.07.2001
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2002/47/WE z dnia 6 czerwca 2002 roku w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych, Dz. Urz. UE L 168 z 27.06.2002
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003 roku w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Dz. Urz. UE L 96 z 12.04.2003
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 roku w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych, Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2004/109/WE z dnia 15 grudnia 2004 roku w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz. Urz. UE L 390 z 31.12.2004
- Dyrektywa Komisji nr 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 roku wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. Urz. UE L 241/26
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 roku wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. Urz. UE L 241 z 02.09.2006
- Dyrektywa Komisji 2007/14/WE z dnia 8 marca 2007 roku ustanawiająca szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, Dz. Urz. UE L 69 z 09.03.2007
- Traktat z Lizbony z dnia 17 grudnia 2007 roku, Dz. Urz. UE 2007/C 306/01
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 roku przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, Dz. Urz. UE L 320/1 z 29.11.2008
- Traktatu z dnia 30 marca 2010 roku o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej – wersja skonsolidowana z 2010 roku, Dz. Urz. UE 2012/C 326/01
- Rozporządzenie Komisji (UE) nr 1256/2012 z dnia 13 grudnia 2012 roku zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 7 oraz do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 32, Dz. Urz. UE L 360/145 z 29.12.2012

Inne akty prawne

- Rozporządzenie Prezydenta RP z dnia 28 grudnia 1924 roku o organizacji giełd, Dz.U. 1924 Nr 114, poz. 1019
- Rozporządzenie Ministrów Przemysłu i Handlu, Skarbu i Sprawiedliwości z dnia 12 lutego 1930 roku w sprawie ogłoszenia tekstu jednolitego rozporządzenia o organizacji giełd, Dz.U. 1930 nr 23, poz. 209
- Securities Act* of 1933, Pub. L. 73-22, 48 Stat. 74, enacted 1933-05-27
- Securities Act* of 1934, Pub.L. 73-291, 48 Stat. 881, enacted 1934-06-06
- Dekret z dnia 21 listopada 1950 roku o Państwowej Inspekcji Handlowej, Dz.U. 1950 nr 44 poz. 396
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 22 listopada 1985 roku w sprawie emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe, Dz. U. Nr 55 poz. 280
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, Dz.U. 2001 nr 149 poz. 1674
- Rozporządzenia Prezesa Rady Ministrów z dnia 20 czerwca 2002 roku w sprawie zasad techniki prawodawczej, Dz.U. 2002 nr 100 poz. 908.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 23 lutego 2004 r. zmieniające rozporządzeniem w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujmowania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, Dz.U. Nr 31, poz. 266
- Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 23 października 2009 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany, Dz.U. Nr 187, poz. 1447
- Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 23 listopada 2009 roku w sprawie określenia szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych oraz warunków szacowania przez dom maklerski kapitału wewnętrznego, Dz.U. z 2009 roku, Nr 204, poz. 1579
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 05 lutego 2010 roku w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze, DZ.U. 2010 roku, Nr 25, poz. 129.

